LES PUBLICATIONS DU QUÉBEC

Commission des valeurs mobilières du Québec

Rapport annuel 1990-1991

Québec

91-07039/

Cette publication a été rédigée par la
Commission des valeurs mobilières du Québec

Cette édition a été produite par
Les Publications du Québec
1279, boulevard Charest Ouest
Québec (Québec)
G1N 4K7

Dépôt légal – 2e trimestre 1991
Bibliothèque nationale du Québec
ISBN : 2-551-14670-4
ISSN : 0823-2032

© Gouvernement du Québec

Monsieur Jean-Pierre Saintonge
Président de l'Assemblée nationale
Hôtel du Gouvernement
Québec

Monsieur le Président,

J'ai l'honneur de vous transmettre le rapport d'activités de la Commission des valeurs mobilières du Québec pour l'exercice qui a pris fin le 31 mars 1991.

Ce rapport rend compte de l'ensemble des activités de la Commission et contient de nombreux renseignements d'intérêt public.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Président, l'expression de mes sentiments les meilleurs.

La ministre déléguée aux Finances,

Louise Robic

Québec, juin 1991

Madame Louise Robic
Ministre déléguée aux Finances
Hôtel du Gouvernement
Québec

Madame la Ministre,

J'ai l'honneur de vous transmettre le rapport d'activités de la Commission des valeurs mobilières du Québec pour l'exercice qui a pris fin le 31 mars 1991.

Ce rapport rend compte de l'ensemble des activités de la Commission et contient de nombreux renseignements d'intérêt public.

Je vous prie d'agréer, Madame la Ministre, l'expression de mes sentiments les plus respectueux.

Le président,

Paul Fortugno

Montréal, juin 1991

Table des matières

Introduction 9

Organigramme de la Commission 44-45

Partie I
Les sociétés et les porteurs de titres 11

A. Les placements 11
1. Vue d'ensemble 11
   a) Placements par prospectus 11
      - Les actions ordinaires 11
      - Les actions privilégiées 11
      - Les titres d'emprunt 13
      - Placements permanents 13
      - Le Régime d'épargne-actions du Québec 13

   b) Placements faits sous le régime d'une dispense de prospectus 14
      - Placements réalisés à l'extérieur du Québec 14
      - Placements auprès d'acquéreurs avertis et par bloc de 150 000 $ 14
      - Placements auprès d'un nombre limité d'acquéreurs 14
      - Placements auprès de dirigeants, de salariés et de porteurs de titres 14

2. Questions particulières 15
   - Les organismes de placement collectif en immobilier (Instruction générale n° Q-25) 15
   - Les financements immobiliers (Instruction générale n° Q-2) 15
   - Les financements de productions cinématographiques (Instruction générale n° C-33) 15
   - La publicité sur les valeurs mobilières (Instruction générale n° C-43) 15
   - Le prospectus préalable et la fixation de prix après le visa (Instruction générale n° C-44) 15
   - Le régime d'information multinational (Instruction générale n° C-45) 15

B. Les offres publiques 16

C. L'information sur les valeurs en circulation 16
1. Vue d'ensemble 16
2. Questions particulières 16
   - Nouvelles exigences concernant l'information financière annuelle 16
   - Examen des rapports annuels 16

Partie II
Le marché des valeurs mobilières 19

A. Le fonctionnement du marché boursier et les organismes d'autoréglementation 19
1. Vue d'ensemble 19
2. Questions particulières 20
   - La Bourse de Montréal 20
   - Les chambres de compensation 20

B. Les intermédiaires 20
1. Vue d'ensemble 20
2. Questions particulières 21
   - Les options sur contrat à terme sur obligations 21
   - Le comité sur les produits dérivés 21
   - Le code de déontologie 21
   - Les nouveaux venus 21
   - Les ententes de réseau 22
   - La surveillance de l'activité des professionnels 22

Partie III
Les communications 23

Partie IV
Les relations avec d'autres organismes de réglementation 25

Annexe I
Titulaires des fonctions de direction au 31 mars 1991 27

Annexe II
Avis 29

1. Les sociétés et les porteurs de titres 29
   - Modifications apportées aux documents d'information déposés auprès du service de l'appel public à l'épargne (21 septembre 1990) 29
   - Placement de droits d'échange, de conversion ou de souscription (21 septembre 1990) 29
   - Les comités de vérification (19 octobre 1990) 30

- Les taux de rendement des o.p.c. marché monétaire (2 novembre 1990) **32**
- Interprétation de l'article 157 du Règlement sur les valeurs mobilières (15 mars 1991) **32**

2. Le marché des valeurs mobilières 33

- Les activités des personnes inscrites reliées à une institution financière (11 mai 1990) **33**
- Entente entre la Commission des valeurs mobilières du Québec et la Société de développement industriel du Québec concernant l'échange d'information en matière de financement par les sociétés de placements dans l'entreprise québécoise (SPEQ) (6 juillet 1990) **38**
- Mesures incitatives pour le placement de titres d'organismes de placement collectif: suspension des voyages à l'étranger (4 janvier 1991) **40**

Annexe III
Décisions importantes 41

1. Les sociétés et les porteurs de titres 41

- L'appel public à l'épargne **41**
  - Les Compagnies Molson Limitée (décision n° 90-C-0196) **41**
  - Ressources Graphicor Inc. (décision n° 91-C-0046) **43**
  - Dispense d'inscription à titre de courtier et dispense de prospectus dans le cadre du placement à l'étranger par l'intermédiaire du ministère du Tourisme de la province de Québec en application de son programme d'aide à la prospection d'investissements destinés à l'industrie touristique québécoise («P.A.P.I.») (décision n° 91-C-0058) **46**
- L'information continue **47**
  - Dispense de présenter au rapport annuel l'information prévue à l'annexe VII (décision n° 90-C-0334) **47**
- Les offres publiques **47**
  - Dispense d'application de la réglementation des offres publiques pour certains achats en bourse (décision n° 90-C-0123) **47**
  - 2425-4526 Québec Inc., Caisse de dépôt et placement du Québec, Société québécoise d'initiatives pétrolières et Noverco Inc. (décision n° 90-C-0124) **48**
  - Consolidated Environmental Technologies Ltd., CET Acquisitions Inc. et Saninor Environ*ment Inc. (Groupe Sanivan Inc.) (décision n° 90-C-0284) **60**

2. Le marché des valeurs mobilières 61

- Les mesures conservatoires **61**
  - Duhamel Régimbald Inc. et Claude Duhamel (décision n° 90-C-0147) **61**
  - Richard Mercille (décision n° 90-C-0338) **63**
- Les mesures disciplinaires **67**
  - Services Financiers Invesco Inc., M. Michel Houde, M. Luc Godin et Mme Maryse Plante (décision n° 90-C-0176) **67**
  - N. Massé et associés Inc. et Normand Massé (décision n° 90-C-0201) **69**
  - Nowicki, Tomasz J.A. (décision n° 90-C-0258) **73**
- Les organismes d'autoréglementation **79**
  - Lafferty, Harwood & Associés Ltée et La Bourse de Montréal (décision n° 90-C-0197) **79**

Annexe IV
Statistiques sur l'activité des services de la Commission 87

Annexe V
Ressources de la Commission 90

Introduction

La structure

La Commission des valeurs mobilières du Québec a été créée en 1955 par l'Assemblée nationale; elle a été continuée par la nouvelle Loi sur les valeurs mobilières.

La Commission a pour mission de favoriser le bon fonctionnement du marché des valeurs et d'assurer la protection des épargnants. Elle régit l'information que doivent donner à leurs porteurs de titres et au public les sociétés qui font publiquement appel à l'épargne. Elle doit aussi encadrer l'activité des professionnels du marché des valeurs, des associations qui les regroupent et des organismes chargés d'assurer le fonctionnement d'un marché de valeurs mobilières. Cet organisme relève de la ministre déléguée aux Finances.

La Commission

La Commission est composée de sept membres, dont le président, Me Paul Fortugno, c.r, et les vice-présidents, M. Maurice Cusson, c.a., et Me Guy Lemoine, qui exercent leurs fonctions à temps plein. Les autres membres de la Commission sont, au 31 mars 1991, M. Roland Côté, f.c.a., membre à plein temps, M. Gérard M. Beaulieu, M. Michel Le Rouzès, c.a., et M. Marcellin Tremblay, membres à temps partiel. Les membres qui exercent leurs fonctions à temps partiel proviennent des milieux des affaires et de la finance.

Les membres de la Commission se réunissent régulièrement pour rendre des décisions sur toute affaire instruite devant elle et pour établir la politique de la Commission. Ils peuvent aussi réviser une décision prise par un membre de son personnel ou par un organisme d'autoréglementation.

L'organisation administrative

Trois directions sont chargées de l'application de la Loi.

La Direction de l'information est responsable de l'appel public à l'épargne, des offres publiques, ainsi que de l'information sur les émetteurs assujettis et sur leurs valeurs.

La Direction de l'encadrement du marché assure, quant à elle, l'inscription des courtiers, des conseillers en valeurs, ainsi que de leurs représentants. Elle s'occupe aussi du contrôle des organismes d'autoréglementation, de la surveillance du marché hors cote et du contrôle de l'activité des personnes inscrites.

Enfin, la Direction des affaires juridiques assume le rôle de conseil juridique auprès du personnel de la Commission, dirige les enquêtes et les poursuites intentées par la Commission.

La secrétaire de la Commission est chargée notamment des relations entre la Commission et le public. Elle dirige le Service des communications.

Le Service de conseil juridique joue le rôle de conseil juridique directement auprès des membres de la Commission.

Les activités de soutien sont regroupées dans la Direction de l'administration. Cette direction regroupe cinq services: personnel, gestion interne, budget, informatique et études.

Les comités consultatifs

Deux comités consultatifs ont été mis sur pied cette année. Par le moyen du comité consultatif en matière d'information financière, la Commission désirait favoriser un rapprochement nécessaire avec le milieu financier et bénéficier d'une source importante de conseils et d'expertise. Les membres de ce comité sont: M. André G. Coupal, f.c.a., associé de Poissant Thibault Peat Marwick Thorne, M. Jean-Pierre Graveline, c.a., associé de Caron Bélanger, Ernst & Young, M. Gérald Langlois, f.c.a., associé de Raymond, Chabot, Martin, Paré, M. D. Claude Laroche, c.a., professeur agrégé, service de l'enseignement des sciences comptables, de l'École des Hautes Études Commerciales, et M. Reynold Tremblay, c.a., contrôleur adjoint, information financière, de BCE Inc.

Le comité consultatif juridique est composé de Me Sidney Horne, associé de Phillips & Vineberg, Me Gérald A. Lacoste, associé de Martineau Walker, Me Hubert Lacroix, associé de McCarthy Tétrault, Me Pierre Legrand, c.r., associé d'Ogilvy Renault, et Me Colin Rovinescu, associé de Stikeman, Elliott. Il a pour but d'aider la Commission à assumer pleinement ses responsabilités face aux défis réglementaires de l'institutionnalisation et de l'internationalisation du marché des capitaux.

Partie I
Les sociétés et les porteurs de titres

A. Les placements

1. Vue d'ensemble

a) Placements par prospectus

En 1990, la Commission a visé des prospectus pour 217 placements ordinaires, par rapport à 228 en 1989, comme l'indique le tableau I. En valeur, la diminution est plus significative, puisque l'ensemble de ces placements ne représente que 8 $ milliards, comparativement à 15 $ milliards en 1989, soit une diminution d'environ 50 %. Les épargnants du Québec ont souscrit 16,5 % de la valeur totale des placements, soit une somme de 1,336 $ milliard, par rapport à 2,313 $ milliards en 1989.

- ***Les actions ordinaires***

Le faible cours des actions, conjugué à la récession, a restreint les possibilités des sociétés d'émettre des actions. Malgré une légère augmentation du nombre de placements d'actions ordinaires, on observe une diminution sensible au plan de la valeur des actions émises. En effet, en 1990, la valeur des placements d'actions ordinaires s'élève à 2,128 $ milliards, comparativement à 2,655 $ milliards en 1989. Ils représentent, toutefois, plus de 25 % de l'ensemble de la valeur totale des placements, alors qu'ils ne représentaient que 17 % en 1989. Les épargnants du Québec n'ont quant à eux souscrit que 11,5 % de la valeur, soit un investissement de 245 $ millions, la moitié moins que l'année précédente.

- ***Les actions privilégiées***

Les taux de dividendes élevés ont limité les sociétés dans leurs projets d'émettre des actions privilégiées. Les placements de ce type d'actions sont en nette régression en 1990: on en dénombre seulement huit, pour une valeur de 845 $ millions, comparativement à 18 d'une valeur de 2,359 $ milliards en 1989. La proportion des placements d'actions privilégiées dans l'ensemble des placements représente 10 % en 1990, soit une diminution du tiers par rapport à 1989. Les épargnants du Québec ont souscrit 18 % des placements d'actions privilégiées, ce qui constitue une légère hausse par rapport au chiffre de 16 % en 1989.

Tableau I

Placements par prospectus

Type de valeurs	Période	Nombre de placements	Valeur totale (000 $)	Valeur placée au Québec (000 $)	% de la valeur totale	% de la valeur placée au Québec (estimé)
Placements ordinaires[1]						
Actions ordinaires	1990	43	2 127 913	245 081	26,2	11,5
	1989	39	2 655 098	469 841	17,4	17,7
Actions subalternes	1990	4	301 350	19 544	3,7	6,5
	1989	6	270 070	20 105	1,8	7,4
Actions «accréditives»[2]	1990	7	8 705	4 916	0,1	56,5
	1989	5	6 538	4 687	0,0	71,7
Actions privilégiées	1990	8	845 354	154 347	10,4	18,3
	1989	18	2 359 150	387 828	15,5	16,4
Parts	1990	80	731 671	253 244	9,0	34,6
	1989	83	786 396	459 788	5,2	58,5
Emprunts	1990	44	3 263 211	616 189	40,2	18,9
	1989	52	5 756 626	771 209	37,8	13,4
Autres valeurs[3]	1990	31	832 684	42 818	10,3	5,1
	1989	25	3 408 880	199 291	22,4	5,8
Total	**1990**	**217**	**8 110 888**	**1 336 139**	**100**	**16,5**
	1989	**228**	**15 242 758**	**2 312 749**	**100**	**15,2**
Placements des caisses pop. et d'économie Desjardins du Québec						
Parts permanentes						
Total	**1990**	**(aucun placement)**				
	1989	**1224**	**150 000**	**149 103**	**100,0**	**99,4**
Placements permanents[4]						
Parts/actions[5]	1989	446	13 946 643	1 291 601	81,1	9,3
	1988	398	12 640 558	1 183 764	95,7	9,0
Autres[6]	1989	21	3 260 716	328 229	18,9	10,1
	1988	9	562 963	283 882	4,3	50,4
Total	**1989**	**467**	**17 207 359**	**1 619 830**	**100,0**	**9,4**
	1988	**407**	**13 203 521**	**1 467 646**	**100,0**	**11,1**

1. Les chiffres comprennent également les placements d'unités qui sont répertoriées selon la principale valeur offerte.
2. Les actions «accréditives» sont des actions ordinaires émises en contrepartie de sommes dépensées à titres de frais d'exploration au Canada.
3. Les placements classés sous cette rubrique consistent en des droits de souscription, des bons de souscription ou en d'autres valeurs comportant des caractéristiques variées.
4. Dans le cas des placements ordinaires, les placements sont considérés comme effectués au cours de la période pendant laquelle le visa a été obtenu. Dans le cas de placements permanents, le montant du placement n'étant connu qu'à la fin de l'exercice de l'émetteur, les placements sont considérés comme effectués au cours de la période pendant laquelle l'exercice a pris fin; pour fournir les données sur l'ensemble des placements il faut prendre comme période de référence non l'année civile qui précède mais l'avant-dernière année.
5. Cette catégorie comprend les organismes de placement collectif: fonds commun de placement et société d'investissement à capital variable.
6. Les placements classés sous cette rubrique comprennent notamment des emprunts de sociétés de crédit, des plans de bourses universitaires et des actions du Fonds de solidarité des travailleurs du Québec.

- ***Les titres d'emprunt***

La valeur des placements de titres d'emprunt a diminué de plus de 40 %, passant de 5,757 $ milliards en 1989 à 3,263 $ milliards en 1990. Ces placements représentent toujours environ 40 % de la valeur totale des placements. La part de la valeur des placements revenant au Québec en 1990 est en hausse et atteint 19 %, comparativement à 13 % en 1989.

- ***Placements permanents***

Nous constatons en 1989 une augmentation sensible tant au plan du nombre que de la valeur des placements permanents. Les placements permanents réalisés en 1989 représentent une somme totale de 17,208 $ milliards, comparativement à 13,204 $ milliards en 1988. La valeur des titres placés au Québec est également à la hausse soit 1,620 milliard, comparativement à 1,470 milliard en 1988.

- ***Le Régime d'épargne-actions du Québec***

Les placements dans le cadre du Régime d'épargne-actions du Québec poursuivent la tendance à la baisse amorcée en 1987. Ainsi 151 $ millions furent placés en 1990, comparativement à 198 $ millions en 1989, comme nous pouvons le constater à l'examen du tableau II.

La valeur des placements par prospectus s'élève à 50 $ millions, un résultat comparable aux 48 $ millions de 1989.

C'est au plan des placements sans prospectus, par l'intermédiaire des plans de réinvestissement de dividendes et de souscription d'actions, que la diminution se fait sentir: on observe en effet une baisse de 50 $ millions dans les placements de ce type par rapport à l'année précédente. En 1990, deux sociétés ont abandonné leur plan; il s'agit d'Alcan Aluminium Limitée et de la Banque Nationale du Canada. Les six autres sociétés n'ont placé que 100 $ millions, comparativement à 151 $ millions l'année précédente.

Tout comme dans les années antérieures, les sociétés importantes rendent compte d'environ 75 % des fonds collectés par l'entremise du Régime.

Tableau II

Placements au Québec d'actions admissibles au Régime d'épargne-actions

		Placements avec prospectus		Plan de réinvestissement de dividendes et de souscription d'actions		Ensemble des placements	
Type de sociétés	**Période**	**Nombre de placements**	**Valeur (000 $)**	**Nombre de placements**	**Valeur (000 $)**	**Nombre de placements**	**Valeur (000 $)**
Actif supérieur à 250 000 000 $	1990	2	44 220	5	69 725	7	113 945
	1989	1	24 310	7	115 355	8	139 665
Actif compris entre 50 000 000 $ et 250 000 000 $	1990	—	—	1	30 712	1	30 712
	1989	—	—	1	35 255	1	35 255
Actif compris entre 2 000 000 $ et 50 000 000 $	1990	1	6 004	—	—	1	6 004
	1989	4	23 180	—	—	4	23 180
Autres sociétés	1990	—	—	—	—	—	—
	1989	—	—	—	—	—	—
Total	**1990**	**3**	**50 224**	**6**	**100 437**	**9**	**150 661**
	1989	**5**	**47 490**	**8**	**150 610**	**13**	**198 100**

Tableau III

Placements faits sous le régime d'une dispense de prospectus

Nature de la dispense	Période	Nombre de placements	Valeur totale (000 $)	Valeur placée au Québec (000 $)	% de la valeur placée au Québec (estimé)
Placements réalisés à l'extérieur du Québec[1]	1990	40	1 754 849	s.o.	s.o.
	1989	83	6 754 193	s.o.	s.o.
Placements auprès d'acquéreurs avertis[2] et par blocs de 150 000 $[3]	1990	496	2 711 540	1 664 280	61,4
	1989	798	3 735 429	2 422 803	64,9
Placements auprès d'un nombre limité d'acquéreurs[4]	1990	102	73 409	57 683	78,6
	1989	154	109 583	92 994	84,9
Placements auprès de dirigeants, de salariés et de porteurs de titres[5]	1990	186	(non connu)	(non connu)	(non connu)
	1989	254	(non connu)	(non connu)	(non connu)
Placements selon une dispense générale[6]	1990	136	174 004	149 928	86,2
	1989	(non connu)	(non connu)	(non connu)	(non connu)
Total	**1990**	**960**	**(non connu)**	**(non connu)**	**(non connu)**
	1989	**1289**	**(non connu)**	**(non connu)**	**(non connu)**

1. Dispense prévue à l'article 12 de la Loi.
2. Dispense prévue aux articles 43 et 263 de la Loi.
3. Dispense prévue aux articles 51 et 263 de la Loi.
4. Dispense prévue aux articles 47 et 48 de la Loi.
5. Dispense prévue à l'article 52 de la Loi.
6. Dispense prévue à l'article 263 de la Loi. Ces statistiques ne sont regroupées selon cette catégorie de dispense que depuis le deuxième semestre de 1990. Auparavant, ces placements étaient présentés dans les autres rubriques.

b) Placements faits sous le régime d'une dispense de prospectus

Le tableau III présente les placements faits sous le régime d'une dispense de prospectus[1]. Au cours de l'année, 960 placements ont été réalisés, pour une valeur globale d'environ 6 $ milliards; en 1989, le nombre de placements faits sous le régime de dispenses de prospectus était de 1 289, pour une valeur globale de quelque 11 $ milliards. Tout comme les placements ordinaires par prospectus, la valeur de ces placements est en régression de près de 50 %.

• *Placements réalisés à l'extérieur du Québec*

La valeur des placements réalisés à l'extérieur du Québec est en baisse d'environ 5 $ milliards par rapport à 1989, se situant à 1,755 $ milliard.

• *Placements auprès d'acquéreurs avertis et par bloc de 150 000 $*

Le nombre de placements pour ce type de dispense est passé de 798 en 1989 à 496 en 1990, soit une baisse de près de 38 %. En valeur, les placement ont régressé de 28 %, passant de 3,735 $ milliards à 2,712 $ milliards en 1990.

• *Placements auprès d'un nombre limité d'acquéreurs[2]*

En 1989, la valeur des placements auprès d'un nombre limité d'acquéreurs a baissé à 73 $ millions, par rapport à 110 $ millions en 1989. Le nombre de placements a diminué également, passant de 154 en 1989 à 102 en 1990.

• *Placements auprès de dirigeants, de salariés et de porteurs de titres*

Ces placements furent au nombre de 186, soit une baisse de plus de 25 % par rapport aux 254 placements de 1989.

1 Les statistiques ne comprennent pas les placements faits sans prospectus du fait d'une dispense générale d'application de la Loi prévue à l'article 3 de la Loi.

2 Pour une comparaison plus adéquate, il faut tenir compte des placements selon une dispense générale, dont plusieurs se retrouvaient dans cette catégorie auparavant.

2. *Questions particulières*

• *Les organismes de placement collectif en immobilier (Instruction générale n° Q-25)*

Cette instruction générale est entrée en vigueur le 15 juillet 1990. Elle traite notamment des matières suivantes: capital minimal, normes de placement et de liquidités, conflits d'intérêts et évaluation des immeubles.

• *Les financements immobiliers (Instruction générale n° Q-2)*

En novembre 1990, un projet de refonte de l'Instruction générale n° Q-2 a été publié dans le Bulletin en vue de recueillir des observations. Cette refonte vise à introduire des normes de conduite pour le commandité, le gestionnaire et l'évaluateur et comporte des dispositions sur les conflits d'intérêts les touchant. Elle établit également des normes concernant l'évaluation des immeubles et les projets de construction ou de développement d'immeubles. En outre, ce projet élargit le rôle du fiduciaire.

• *Les financements de productions cinématographiques (Instruction générale n° C-33)*

Cette refonte de l'Instruction générale n° C-33 est entrée en vigueur le 1er janvier 1991. Ce texte introduit des normes concernant l'information à donner sur les conflits d'intérêts, l'expérience du producteur, le taux de rendement et les droits des porteurs de titres.

• *La publicité sur les valeurs mobilières (Instruction générale n° C-43)*

Les travaux d'élaboration de cette instruction générale se poursuivent et le texte devrait être établi pour la fin de l'année 1991. Cette instruction générale établira des règles applicables à toute publicité sur des valeurs mobilières; elle comportera également un certain nombre de règles particulières pour certaines formes de publicité, par exemple, les réunions de lancement et les séances d'information.

• *Le prospectus préalable et la fixation de prix après le visa (Instruction générale n° C-44)*

En octobre 1990, un projet d'instruction générale concernant le régime du prospectus préalable et le régime de fixation du prix après le visa a été publié au Bulletin, en vue de recueillir des observations. Le régime du prospectus préalable prévu par ce texte diffère du régime défini dans la Loi et dans le Règlement, notamment en ce que le visa sera apposé sur le prospectus préalable lui-même; le supplément, qui contient l'information omise dans le prospectus préalable, pourra être utilisé sans être soumis à un examen préalable par les autorités en valeurs mobilières. Le texte définitif devrait être établi pour le début de l'été 1991.

• *Le régime d'information multinational (Instruction générale n° C-45)*

En novembre 1990, un projet d'instruction générale concernant le régime d'information multinational a été publié au Bulletin en vue de recueillir des observations. Ce régime a été établi à la suite de négociations avec la Securities and Exchange Commission des États-Unis, visant à faciliter les financements, les offres publiques et les opérations de regroupement menées à la fois au Canada et aux États-Unis, en réduisant le fardeau de la double réglementation. Le principe du régime est l'acceptation par le pays d'accueil de l'information établie conformément à la loi du pays d'origine dans des opérations qui relèvent fondamentalement de la loi du pays d'origine.

Ainsi, par suite des modifications qui seront apportées à la réglementation américaine, certains émetteurs québécois pourront procéder au placement de leurs titres aux États-Unis en utilisant des documents d'information conformes à la loi québécoise; réciproquement, certains émetteurs américains pourront procéder au placement de leurs titres au Québec en utilisant des documents d'information conformes à la loi américaine. Cette mesure profitera aux émetteurs, qui n'auront plus à prévoir une double documentation pour un placement fait au Québec et aux États-Unis, mais aussi aux épargnants, dans la mesure où ils auront accès à une gamme plus diversifiée de valeurs.

En matière d'offres publiques, il sera possible de suivre la réglementation américaine pour faire une offre aux porteurs de titres de certains émetteurs américains qui résident au Québec, dans la mesure où la proportion de titres détenus par des résidents canadiens ne dépasse pas un certain plafond; de la même manière, il sera possible de suivre la réglementation québécoise pour faire une offre aux porteurs de titres de certains émetteurs canadiens qui résident aux États-Unis, dans la mesure où la proportion de titres détenus par des résidents américains ne dépasse pas un certain plafond. Cette mesure profitera aux porteurs québécois de titres de sociétés américaines, auxquels l'initiateur pourra étendre l'offre, sans que celle-ci devienne soumise pour autant à la loi canadienne; auparavant, il arrivait souvent que l'initiateur choisisse de ne pas étendre l'offre aux porteurs du Québec, pour éviter l'application de la loi québécoise. Cette mesure permettra aussi aux initiateurs d'échapper au fardeau de la double réglementation, puisqu'ils pourront utiliser les documents établis selon la loi d'origine

pour faire l'offre dans le pays d'accueil. Les mêmes règles s'appliqueront aux opérations de regroupement.

Le texte définitif devrait être établi pour l'été 1991.

B. Les offres publiques

En 1990, seulement 31 offres publiques ont été réalisées sur les titres des sociétés constituées au Canada et comptant au moins un porteur résidant au Québec. Cela constitue une baisse de plus de 50 % par rapport aux 64 offres publiques de 1989. Ces chiffres ne comprennent pas les acquisitions conclues par conventions particulières avec moins de 15 porteurs ou portant sur les titres d'une société fermée.

L'examen du tableau IV montre que les offres publiques d'achat demeurent encore cette année la forme d'offre la plus utilisée. Sur les 31 offres réalisées, 23 sont des O.P.A. La valeur totale des offres pour 1990 est très faible, compte tenu de la vague d'acquisitions qu'on avait observée au cours des années antérieures; cette valeur s'établit à 800 $ millions, alors qu'en 1989, elle dépassait les 15 $ milliards.

Tableau IV

Offres publiques sur les sociétés canadiennes

Nature de l'offre	Période	Nombre d'offres	Valeur totale (000 $)
Offres publiques d'achat	1990	23	545 957
	1989	44	9 186 113
Offres publiques d'échange	1990	2	
	1989	9	non connu
Offres publiques d'achat ou d'échange	1990	1	19 000
	1989	5	5 886 156
Offres publiques d'échange avec soulte	1990	0	0
	1989	3	320 700
Offres publiques de rachat	1990	5	133 245
	1989	3	27 218
Total	**1990**	**31**	**non connu**
	1989	**64**	**non connu**

C. L'information sur les valeurs en circulation

1. Vue d'ensemble

Le nombre d'émetteurs assujettis s'est légèrement accru au cours du dernier exercice. Les nouveaux émetteurs assujettis, au nombre de 190, sont venus compenser la diminution résultant du fait que 80 émetteurs assujettis ont fait révoquer leur état d'émetteur assujetti et que 90 autres émetteurs ont été dissous ou ont fait faillite.

2. Questions particulières

- ***Nouvelles exigences concernant l'information financière annuelle***

L'Instruction générale n° Q-24, publiée en novembre 1989, entrait en vigueur, pour les émetteurs assujettis dont le produit d'exploitation et l'avoir des actionnaires étaient supérieurs à 25 000 000 $, pour les exercices se terminant à compter du 31 décembre 1989 et, pour les autres émetteurs soumis à ce texte, pour les exercices se terminant à compter du 30 septembre 1990.

En décembre 1990, les dispositions de l'Instruction générale n° Q-24 ont été incorporées dans le Règlement sur les valeurs mobilières et l'Instruction générale elle-même a été abrogée. On retrouve dans l'annexe VII du Règlement les dispositions sur l'analyse par la direction de la situation financière et des résultats d'exploitation et dans l'annexe IX les exigences concernant la notice annuelle.

- ***Examen des rapports annuels***

Le programme d'examen sélectif des états financiers annuels a été modifié, pour que l'on fasse désormais un examen du rapport annuel dans son ensemble.

L'analyse de la situation financière et des résultats d'exploitation que l'on trouve dans le rapport annuel démontre, de la part des émetteurs, un effort pour présenter une analyse plus approfondie de leur situation financière.

Toutefois, les émetteurs manifestent une certaine réticence à présenter l'information sur les risques et incertitudes auxquels ils font face. Ils ont également tendance à comparer les chiffres des états financiers plutôt qu'à expliquer les raisons justifiant les écarts avec l'exercice antérieur.

En ce qui concerne les états financiers annuels, la majorité des examens effectués ont nécessité l'envoi d'observations aux émetteurs. Ces observations visent notamment à obtenir de plus amples détails concernant certains postes des états financiers et à demander un supplément d'information ou des modifications pour les états financiers à venir.

12

Partie II
Le marché des valeurs mobilières

A. Le fonctionnement du marché boursier et les organismes d'autoréglementation

1. Vue d'ensemble

Après avoir enregistré une hausse sensible en 1989, les indicateurs de la Bourse de Montréal montrent une diminution de son activité, la ramenant à son seuil de 1988 immédiatement après le choc boursier. La récession et les taux d'intérêts élevés sur des investissements concurrentiels ne sont sûrement pas étrangers à cette situation.

Comme nous pouvons le constater à l'examen du tableau V, la part de la Bourse de Montréal, quant au volume négocié, a régressé en 1990 à 11,6 %, alors qu'en 1989 elle se situait à 13,1 %. Au plan de la valeur des échanges d'actions, la Bourse a par ailleurs enregistré une augmentation de 1 % passant de 17,4 % à 18,3 %.

L'analyse du tableau VI nous démontre que l'importance de la Bourse de Montréal sur le marché des options sur les actions par rapport à l'ensemble du marché canadien a continué à décliner. Alors qu'au milieu de la décennie 1980 la part de la Bourse de Montréal en termes de volume et de valeur des options sur actions représentait environ 25,0 %, la proportion n'est plus que de 16,8 % et 15,6 % respectivement.

En ce qui concerne le marché des options sur obligations, un volume de 138 627 contrats pour une valeur de 68,8 $ milliards a été négocié à la Bourse de Montréal en 1990, comparativement à 325 090 contrats d'une valeur de 168,5 $ millions en 1989, soit une diminution de près de 60 %.

Par ailleurs, comme le démontre le tableau VII, l'activité de la Bourse de Montréal au plan des marchés à terme fut significative. Ainsi, le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans a connu au cours de sa deuxième année d'inscription une forte popularité avec 455 759 contrats. De même, le contrat à terme sur acceptations bancaires de 3 mois fut activement négocié en 1990, le volume s'élevant à 88 245 contrats, comparativement à 27 921 en 1989, soit une augmentation de plus de 200 %.

Tableau V

Volume et valeur des actions négociées sur la Bourse de Montréal

Période	Nombre de titres (000)	Part du marché canadien (%)	Valeur des opérations (000 $)	Part du marché canadien (%)
Année 1987	2 022 324	13,5	21 886 833	16,8
Année 1988	1 278 197	11,7	15 061 654	17,3
Année 1989	1 696 274	13,1	18 536 706	17,4
Année 1990	1 364 690	11,6	15 405 258	18,3
1er semestre 1990	707 481	11,4	8 179 934	17,7
2e semestre 1990	657 209	11,8	7 225 324	19,1

Note: Le marché canadien des actions est partagé entre les bourses de Montréal, Toronto, Alberta et Vancouver.

Tableau VI

Volume et valeur des options sur les actions négociées sur la Bourse de Montréal

Période	Nombre de titres (000)	Part du marché canadien (%)	Valeur des opérations (000 $)	Part du marché canadien (%)
Année 1987	1 325 487	25,4	244 045	21,2
Année 1988	808 091	20,9	101 312	16,9
Année 1989	890 574	20,4	117 762	17,4
Année 1990	431 311	16,8	54 360	15,6
1er semestre 1990	251 115	15,9	32 750	13,9
2e semestre 1990	180 196	18,2	21 610	18,9

Note: Le marché canadien des options est partagé entre les bourses de Montréal, Toronto et Vancouver.

Tableau VII

Volume des contrats à terme négociés et nombre de contrats en cours sur la Bourse de Montréal

	Acceptations bancaires[1]		Obligations[2]	
Période	Volume	Contrats en cours	Volume	Contrats en cours
Année 1988	10 099	991	—	—
Année 1989	27 921	3 015	86 530	2 466
Année 1990	88 245	5 514	455 759	5 100
1er semestre 1990	49 606	4 660	207 887	3 004
2e semestre 1990	38 639	5 514	247 872	5 100

1. La négociation de contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes sur la Bourse de Montréal a débuté le 22 avril 1988. Le contrat est basé sur des acceptations bancaires canadiennes ayant une valeur nominale de 1 $ million CAN échéant dans trois mois avec règlement au comptant à l'échéance.
2. La négociation de contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada d'environ 10 ans sur la Bourse de Montréal a débuté le 15 septembre 1989. Le contrat est basé sur des obligations ayant une valeur nominale de 100 000 $ CAN échéant dans trois mois avec règlement au comptant à l'échéance.

2. Questions particulières

• *La Bourse de Montréal*

Au cours de l'exercice 1990-91, la Bourse de Montréal a continué d'appliquer les dispositions du titre cinquième de la Loi qui lui sont déléguées. Il s'agit essentiellement de l'inscription des représentants et de l'agrément des dirigeants des courtiers membres de la Bourse. Elle a ainsi procédé à l'inscription de 208 représentants au service de l'un ou l'autre de ses membres.

Les bourses de Montréal et de Toronto ont continué de se partager les tâches pour l'agrément des dirigeants de leurs membres communs. Au cours de l'exercice, 467 nouveaux dirigeants ont été ainsi agréés dans le cadre de cette entente. De ce nombre, 122 l'ont été par la Bourse de Toronto, alors que 345 l'étaient par la Bourse de Montréal.

La Commission a approuvé durant son dernier exercice 11 modifications des règles de fonctionnement de la Bourse de Montréal, en vertu des pouvoirs conférés par l'article 177 de la Loi. Parmi les modifications proposées, il convient de souligner celles qui concernent les options sur contrats à terme sur obligations du Canada, la mise en place d'un coupe-circuit lors d'événements particuliers ainsi que les dispositions générales concernant la manipulation ou la tromperie dans les négociations.

• *Les chambres de compensation*

Au cours de l'exercice, la Commission a approuvé cinq modifications aux règles de fonctionnement de Trans-Canada Options Inc., société qui compense notamment les options. Ces modifications portaient notamment sur les normes de livraison des obligations du Canada dans le cadre d'opérations sur contrats à terme et sur les normes relatives aux garanties.

Par ailleurs, la Caisse canadienne de dépôt de valeurs Limitée, société qui compense notamment les opérations sur actions, a présenté au cours de l'exercice trois modifications de ses règles. La dernière visait une refonte complète des règles qui concernent les services existants. En outre, certaines discussions ont débuté concernant le service de compensation des titres d'emprunt que la caisse est à implanter.

B. Les intermédiaires

1. Vue d'ensemble

Si l'on consulte les statistiques établies en fonction du nombre des inscriptions auprès de la Commission, on constate une augmentation dans le nombre des courtiers et des conseillers en valeurs de l'ordre de 4,9 %, alors qu'elle était de 10,8 % l'an dernier. Cette progression provient surtout de la hausse du nombre de conseillers en valeurs.

La stabilité du nombre de courtiers cache une légère augmentation du nombre d'émetteurs-placeurs et de courtiers de plein exercice et une baisse de 26 % du nombre de courtiers spécialisés en contrats d'investissement.

L'inscription de 26 courtiers et conseillers en valeurs a été radiée pendant l'exercice, alors que ce nombre était de 35 l'an dernier. Un marché particulièrement difficile explique ces nombreuses fermetures qui ont touché notamment les courtiers spécialisés en contrats d'investissement dans le secteur immobilier.

Quant au nombre de représentants, il diminue de 2,2 % pour s'établir à 9 009. Cette baisse s'explique notamment par une contraction de 7,5 % des effectifs inscrits chez les courtiers de plein exercice et par une baisse de 35,6 % du nombre de représentants inscrits chez les courtiers spécialisés en contrats d'investissement. Par ailleurs, la hausse importante chez les courtiers exécutants s'explique par le classement dans cette catégorie de représentants d'un courtier exécutant qui n'exercent dans les faits qu'en épargne collective.

Il faut en outre noter que cette légère baisse globale ne fait pas apparaître l'importance des mouvements de l'effectif puisque la Commission a procédé, durant l'exercice, à 2 486 suspensions de représentants, à 879 levées de ces suspensions, ainsi qu'à 1 205 radiations.

Tableau VIII

Courtiers et conseillers en valeurs inscrits auprès de la Commission

Catégorie	Mars 1991[1]	Mars 1990
Courtiers		
• de plein exercice	68	64
• d'exercice restreint		
exécutants	5	3
spécialisés en épargne collective[2]	47	43
spécialisés en contrats d'investissement	17	23
spécialisés en épargne collective et en contrats d'investissement	34	35
spécialisés en plans de bourses d'études	4	4
négociateurs autonomes	39	41
émetteurs-placeurs	23	17
autres[3]	12	15
	249	245
Conseillers en valeurs		
• de plein exercice	82	72
• d'exercice restreint	12	10
	94	82
Total	**343**	**327**

1 Au 31 mars 1991, les droits de cinq courtiers de plein exercice, de deux en épargne collective, de cinq en contrats d'investissement , de quatre en épargne collective et en contrats d'investissement et de quatre émetteurs-placeurs sont suspendus.

2 Au 31 mars 1991, sept firmes exercent également à titre de conseiller en valeurs de plein exercice et une firme à titre de courtier exécutant.

3 Au 31 mars 1991, cette catégorie comprend notamment une banque et sept sociétés de fidéicommis.

2. *Questions particulières*

• *Les options sur contrat à terme sur obligations*

Le 21 mars 1991, la Bourse de Montréal a lancé un nouveau type d'options. Il s'agit des options sur contrat à terme sur les obligations du Gouvernement du Canada. Ce nouveau produit permet à la Bourse d'élargir sa gamme de produits de gestion de risque des taux d'intérêt.

• *Le comité sur les produits dérivés*

La Commission et la Bourse de Montréal ont mis sur pied un groupe de travail afin d'examiner toute la question des options, des contrats à terme et des autres produits dérivés.

Quelques réunions ont eu lieu pendant l'exercice, qui ont permis de survoler l'ensemble des problèmes et d'établir les prochains travaux à réaliser, qui comprennent notamment une refonte des dispositions légales et réglementaires relatives aux marchés à terme.

• *Le code de déontologie*

Le groupe de travail formé par l'OICV sur les principes directeurs d'un code de déontologie a déposé son rapport au cours de l'exercice. La Commission a endossé les recommandations de ce rapport et travaille à établir un code de déontologie détaillé, à l'intention des courtiers, des conseillers en valeurs et de leur personnel. Les travaux sur le code ont débuté au quatrième trimestre de l'exercice.

• *Les nouveaux venus*

Parmi les nouveaux courtiers, il faut souligner l'inscription au cours de l'exercice de deux courtiers exécutants, Services d'investissement Banque de Montréal Ltée et Courtage Banque Royale Inc., ainsi que d'un courtier de plein exercice, Valeurs Mobilières TLL Inc., une filiale de la Banque La Laurentienne.

Par ailleurs, des conseillers en valeurs également reliés à des institutions financières ont été inscrits pendant l'exercice: Groupe des Placements d'Entreprises (TR) Inc., Conseillers en Placement Trustco Royal Inc. et Gestion de Placements CrownVie Inc. De plus, la Société de fiducie Lombard Odier a obtenu l'inscription de conseiller de plein exercice.

- ***Les ententes de réseau***

Au cours de l'exercice, près de vingt ententes de réseau ont été mises en place et approuvées. Ces ententes visent l'offre de produits et de services par le personnel des courtiers ou conseillers et des institutions financières.

- ***La surveillance de l'activité des professionnels***

Par suite d'une modification du Règlement sur les valeurs mobilières, les courtiers d'exercice restreint doivent désormais avoir un capital liquide net d'au moins 50 000 $, plutôt qu'un fonds de roulement de 25 000 $.

Au cours de l'exercice, la Commission a procédé à l'inspection de 34 courtiers et de quatre conseillers.

La Commission a radié le courtier N. Massé et Associés Inc., au motif que le dirigeant du courtier ne possédait plus la probité nécessaire pour assurer la protection des épargnants et que le courtier ne possédait plus les assises financières nécessaires à la viabilité de son entreprise.

Le courtier Inovel Services Financiers Inc. a été suspendu par suite du non-dépôt des états financiers vérifiés et d'une insuffisance du fonds de roulement. La suspension a été levée une fois que les mesures ont été prises pour assurer le respect de la réglementation.

La Commission a suspendu trois autres courtiers pour insuffisance du fonds de roulement: Centre de courtage Cominco Inc., Les Placements Robert de Bellefeuille Inc. et Services Financiers Capital Inc. Dans le premier cas, la suspension était aussi liée à l'absence de dirigeant responsable, après la démission de celui qui était en place; ce courtier a finalement été radié à sa demande. Dans le second cas, la suspension a été levée une fois que les mesures nécessaires ont été prises pour rétablir le niveau du fonds de roulement. Quant au troisième courtier, il a fait faillite.

Une suspension a été prononcée contre le courtier Go Vacations Capital Inc., au motif qu'il n'avait plus de dirigeant responsable au Québec et que la Commission n'était plus au courant de sa situation financière.

La Commission a prononcé une suspension d'un mois contre le courtier Services Financiers Invesco Inc. pour avoir effectué le placement de valeurs par l'intermédiaire de personnes non inscrites et pour avoir déposé auprès de la Commission un rapport sur les titres placés contenant des renseignements faux et trompeurs.

La Société Financière Serviprim Ltée, inscrite à titre d'émetteur-placeur, a été convoquée en audience; on lui reprochait principalement d'avoir employé comme représentant une personne non inscrite auprès de la Commission et de n'avoir pas respecté l'engagement pris à l'égard de la Commission de diminuer les prêts consentis à des personnes liées. Après ajournement de l'audience, la société a demandé la radiation de son inscription, ce qui fut refusé par la Commission.

Partie III
Les communications

Afin de souligner ses trente-cinq ans, la Commission des valeurs mobilières du Québec a organisé un colloque le 1er juin 1990. Cet événement auquel ont participé plus de deux cents personnes provenant des courtiers, des émetteurs et des cabinets d'avocats était intitulé: *« Les conflits d'intérêts: Une réalité des années 1990 ou un mal à bannir? »*. Le décloisonnement des institutions financières ayant fait apparaître des conflits d'intérêts, ce colloque devait permettre aux différents intervenants une journée de réflexion sur la réglementation actuelle de ces conflits dans l'activité des courtiers et sur les attentes des émetteurs et des épargnants à cet égard. Quatre ateliers ont cherché à analyser les différentes facettes de ce problème sous différents angles: courtiers, émetteurs, institutions financières et conseillers.

Dans le cadre de ses activités régulières, la Commission a participé à neuf salons et expositions un peu partout au Québec (Rimouski, Thetford Mines, Matane, Québec, Trois-Rivières et Montréal). Les représentants de la Commission ont rencontré quelque 12 000 personnes avec qui ils ont pu avoir un échange. Ces rencontres avec les épargnants dans leur ville ou leur région permettent certainement de leur fournir des informations, mais elles permettent aussi à la Commission de recevoir leurs commentaires.

On a ainsi pu constater une évolution des connaissances du public sur les questions économiques. Les épargnants semblent plus informés et les questions qu'ils posent à la Commission sont de plus en plus techniques alors que les sujets sont de plus en plus variés. On s'informera, par exemple, sur les modifications à la réglementation touchant le rapport annuel, sur les règles relatives à l'inscription des courtiers, sur le RÉA, sur les caractéristiques des actions privilégiées, sur l'appel public à l'épargne, sur l'investissement dans les arts.

De plus, on remarque de l'inquiétude quant aux droits des actionnaires une fois l'appel public à l'épargne terminé. On a décelé que ces derniers comprennent mal le rôle de protection de la Commission: ils s'attendent par exemple que la Commission puisse prendre l'initiative des démarches visant l'indemnisation des investisseurs.

La Commission a été présente à trois congrès cette année par rapport à un l'année dernière. Il s'agit du Congrès des prospecteurs miniers (Val d'Or), auquel la Commission avait participé l'année dernière, du Congrès de la Société des professeurs d'économie du Québec (Rimouski) et de la Sixième conférence internationale des marchés à terme et options (Montréal). Cette activité a permis d'établir des relations avec des groupes de relayeurs d'information, de présenter les services de la Commission et d'expliquer la réglementation spécifique à leur secteur d'activité. Un intérêt marqué pour la Commission a été perçu chez les professeurs d'économie qui enseignent à tous les élèves en fin de secondaire. Plusieurs d'entre eux se sont montrés intéressés par nos publications qui peuvent être intégrées au programme de leur cours.

Cette année, 9 018 personnes ont communiqué avec la Commission pour obtenir un renseignement, pour vérifier les allégations d'un vendeur ou pour porter plainte; il s'agit d'une légère baisse par rapport à l'année dernière. Ce contact avec les épargnants apporte aussi une assistance à la Commission, en lui fournissant des renseignements qui pourront conduire à l'ouverture d'enquêtes; sans cette source d'information, de nombreuses irrégularités ne viendraient jamais à la connaissance de la Commission ou seraient connues beaucoup plus tard. Un peu plus de 200 cas ont été acheminés au service des enquêtes de la Commission.

Le service des communications assure aussi la coordination des relations de la Commission avec les médias. De nombreux articles et entrevues ont été publiés dans les quotidiens et les magazines.

Les brochures et les dépliants de vulgarisation publiés par la Commission sont toujours en demande. Les deux publications les plus en demande ont été réimprimées; il s'agit de la brochure intitulée *« Le marché des valeurs mobilières »* et du dépliant *« Les caractéristiques des différentes formes d'investissement au Québec »*. Par contre, nous avons commencé à publier des fiches d'information portant sur des sujets spécifiques et distribuées de façon très ciblée. La première fiche, réalisée en éditique, portait sur les sociétés de placement dans l'entreprise québécoise.

La Commission a renouvelé l'entente avec les Publications du Québec pour la publication du Bulletin hebdomadaire et du Bulletin de statistiques, de même que l'entente sur le recueil *« Droit québécois des valeurs mobilières »*. Il faut rappeler la publication d'un index des décisions de la Commission couvrant les 18 mois se terminant à la fin de 1990.

Partie IV
Les relations avec d'autres organismes de réglementation

La Commission a continué sa participation à des organisations et à des rencontres au niveau canadien ou international. En particulier, elle a participé à la conférence annuelle de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV). En plus d'être membre de plein droit de cette organisation, ce qui lui donne le droit de siéger au comité des présidents, la Commission fait partie du Comité technique ; au cours de l'exercice, un représentant de la Commission a participé aux travaux d'un des groupes de travail mis sur pied par le Comité technique, celui qui traite des principes directeurs d'un code de déontologie.

Un représentant de la Commission a participé à la réunion annuelle du Groupe de contact sur les fonds d'investissement, en novembre 1990.

Des représentants de la Commission ont aussi assisté au congrès annuel de la *North American Securities Administrators Association* (NASAA). La Commission participe à trois comités de cette association, le comité chargé de la publication *« Alarme aux épargnants »*, le comité sur les appels publics à l'épargne internationaux, et le comité sur les finances et la vérification.

La Commission continue de jouer un rôle actif au sein des différents comités des autorités canadiennes en valeurs mobilières où l'on a étudié particulièrement cette année le régime multinational d'information. Le Comité des Présidents est responsable notamment de l'accord avec le Fonds canadien de protection des épargnants.

La Commission a reçu la visite d'une mission financière d'Algérie. Des représentants du *United States General Accounting Office*, dans le cadre d'une étude à l'échelle mondiale sur les mécanismes de vérification des systèmes électroniques des courtiers et des bourses, sont venus rencontrer le personnel de la Commission.

Des rencontres d'échange d'expertise ont eu lieu avec d'autres pays et organismes. Une mission de représentants de la Commission s'est ainsi rendue en Hongrie et la Commission a reçu la visite de représentants de l'URSS.

Annexes

Annexe I
Titulaires des fonctions de direction au 31 mars 1991

Président :
Me Paul Fortugno, c.r.

Vice-présidents :
Maurice Cusson, c.a.
Me Guy Lemoine

Membres de la Commission :
Gérard M. Beaulieu
Roland Côté, f.c.a.
Michel Le Rouzès, c.a.
Marcellin Tremblay

Secrétaire :
Me Louise leBel-Chevalier

Chef du service des communications :
Marc Barrière

Chef du service de conseil juridique :
Me Antoni Dandonneau

Directeur de l'information :
Me Jacques Labelle (à titre temporaire)

Chef du service de l'appel public à l'épargne :
Raymond Duhaime

Chef du service de l'information continue :
Diane Joly, c.a.

Directeur de l'encadrement du marché :
Pierre Lizé

Chef du service de l'inscription :
Daniel Laurion

Chef du service de l'inspection :
Georges Clermont

Chef du service des marchés à terme :
Pierre Lizé (à titre temporaire)

Directeur des affaires juridiques :
Me Jacques Labelle

Chef du service du contentieux :
Me Claude St Pierre (à titre temporaire)

Chef du service des enquêtes :
Jean-Yves Béliveau

Chef du service des enquêtes spéciales :
Thérèse Blais, c. a.

Directeur de l'administration :
Raymond Hardy

Chef du service du personnel :
Raynald Henry

Chef du service de la gestion interne :
Jean-François Doutrelepont

Chef du service du budget :
Max Amar

Chef du service de l'informatique :
Jean-François Doutrelepont (à titre temporaire)

Chef du service des études :
Martin Martin

Annexe II
Avis

1. Les sociétés et les porteurs de titres

Modifications apportées aux documents d'information déposés auprès du service de l'appel public à l'épargne (21 septembre 1990)

À quelques reprises déjà, les analystes du service de l'appel public à l'épargne ont éprouvé certaines difficultés lors de l'analyse des documents d'information déposés en leur forme définitive. Ces difficultés résultaient du fait que des modifications avaient été apportées à ces documents entre le moment de l'analyse et le moment du dépôt du document en sa forme définitive sans qu'elles aient été portées à l'attention de l'analyste chargé du dossier. Dans plusieurs cas, ces modifications avaient été introduites à la seule initiative de l'émetteur. La direction trouve inacceptable que des modifications soient effectuées sans que l'analyste chargé du dossier en soit avisé, quelle que soit la nature ou l'importance des modifications.

Afin de remédier à ces inconvénients et de ne pas retarder indûment le processus d'examen, la direction requiert dorénavant, *au moins deux jours* avant le dépôt des documents en leur forme définitive, le dépôt d'un document souligné faisant ressortir toutes les modifications qui ont été apportées au document d'information déposé initialement. De plus, une version soulignée indiquant toutes les modifications apportées au document déposé initialement doit aussi être déposée avec les documents en forme définitive.

Cette exigence permettra aux analystes d'identifier rapidement les modifications apportées aux documents analysés, ce qui facilitera le processus d'examen par le service de l'appel public à l'épargne et améliorera la qualité de cet examen. Dans le cas où des modifications auront été apportées de la seule initiative de l'émetteur, celui-ci devra porter à l'attention de l'analyste les modifications apportées ainsi que les raisons justifiant ces modifications. Dans ce cas, l'analyste pourra, sur réception des documents soulignés, produire de nouvelles observations.

Il est à noter que cette exigence s'applique à tous les documents d'information déposés auprès de la Commission et susceptibles d'un examen par le service de l'appel public à l'épargne, qu'il s'agisse de prospectus ou de notices d'offres pour des placements effectués en vertu des articles 47, 48 ou 52 de la Loi. Toutefois, dans le cas des notices d'offre déposées dans le cadre de placements effectués en vertu de l'article 52 de la Loi, la version soulignée pourra être déposée seulement au moment du dépôt des documents en leur forme définitive.

Placement de droits d'échange, de conversion ou de souscription (21 septembre 1990)

Le paragraphe 1° de l'article 52 de la Loi sur les valeurs mobilières prévoit une dispense de prospectus dans le cas du placement par un émetteur auprès des porteurs de ses titres de droits d'échange, de conversion ou de souscription relatifs à ses valeurs ainsi que des titres nécessaires à l'exercice de ces droits. Cette dispense repose sur le fait que le placement se limite aux seuls porteurs de titres de l'émetteur qui, par hypothèse, possèdent une connaissance adéquate des affaires de l'émetteur.

Il s'est trouvé des cas où un placement de titres fait sous le régime de la dispense du paragraphe 1° de l'article 52 a eu pour effet d'accroître de façon substantielle le nombre de titres en circulation de la catégorie visée par l'exercice des droits. La direction est d'avis qu'il n'est pas approprié de procéder à un financement important sans qu'une information suffisante soit transmise à l'investisseur par la voie d'un prospectus dûment autorisé par la Commission. Le prospectus est un document nécessaire pour donner à l'investisseur toute l'information requise pour prendre une décision éclairée. Par conséquent, le directeur de l'information s'opposera dorénavant à tout placement sous le régime de la dispense prévue au paragraphe 1° de l'article 52 de la Loi lorsque le résultat du placement de droits proposé aura pour effet, si tous les droits étaient souscrits et exercés, d'augmenter le nombre de titres de la catégorie visée de plus de 25 % du nombre de titres en circulation avant l'offre de droits.

Dans le même ordre d'idées, le directeur de l'information s'opposera à l'utilisation de cette dispense dans le cas de sociétés inactives ou ayant très peu d'activités, lorsque le placement aura pour objet de financer la réactivation de la société, ou pour toute société, lorsque le placement aura pour but de financier un projet d'expansion majeur.

Les comités de vérification (19 octobre 1990)

Introduction

1. De plus en plus, on demande aux autorités canadiennes en valeurs mobilières quelles sont leurs vues concernant le rôle et les responsabilités des comités de vérification. Les autorités appuient fortement les efforts des comités de vérification, qui améliorent de façon significative la qualité de l'information financière. Le présent avis expose certaines normes à suivre pour que le comité de vérification s'acquitte efficacement de ses responsabilités.
2. Le comité de vérification est un comité du conseil d'administration auquel celui-ci délègue sa responsabilité de surveillance du processus de l'information financière.
3. Les objectifs du comité de vérification, tels qu'ils sont formulés dans une étude publiée par l'Institut canadien des comptables agrées, sont les suivants:
   1° aider les administrateurs à s'acquitter de leurs responsabilités, surtout en matière de reddition de comptes;
   2° établir de meilleures communications entre les administrateurs et les vérificateurs externes;
   3° renforcer l'indépendance des vérificateurs externes;
   4° accroître la crédibilité et l'objectivité des rapports financiers;
   5° renforcer le rôle des administrateurs externes en facilitant les discussions approfondies entre les administrateurs membres du comité de vérification, la direction et les vérificateurs externes.
4. Plusieurs rapports récents, dont le Rapport de la Commission sur les attentes du public à l'égard de la vérification (la Commission Macdonald), en sont arrivés à la conclusion que le comité de vérification peut contribuer de façon importante à l'amélioration de la qualité de l'information financière. Cette conclusion est reliée à une exigence fondamentale de la législation sur les valeurs mobilières et les autorités canadiennes en valeurs mobilières y souscrivent.
5. Les comités de vérification sont de création relativement récente et il convient d'insister sur le fait que leur rôle continue à évoluer. Le conseil d'administration d'un émetteur assujetti doit adapter les responsabilités de son comité de vérification en fonction de sa situation particulière. Il convient aussi de rappeler qu'aucun recueil de moyens à mettre en oeuvre ne peut remplacer l'engagement actif en faveur de normes élevées par chacune des parties responsables du système d'information financière de la société.
6. Les moyens exposés dans le présent avis complètent les exigences des lois sur le droit des sociétés en matière de comités de vérification et, selon les autorités canadiennes en valeurs mobilières, n'entrent pas en conflit avec ces exigences.
7. Les autorités canadiennes en valeurs mobilières sont convaincues qu'en s'acquittant des responsabilités exposées dans le présent avis, le comité de vérification deviendra mieux informé, plus vigilant et plus efficace.
8. Les conseils d'administration des émetteurs assujettis sont encouragés à incorporer ces éléments dans le mandat du comité de vérification. Il faudrait aussi voir s'il y aurait lieu d'informer les actionnaires, sur une base annuelle, du mandat du comité de vérification.

États financiers trimestriels

9. Les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont considéré la question de savoir si le comité de vérification devait examiner les états financiers trimestriels. Les utilisateurs d'états financiers se fient beaucoup aux états financiers trimestriels, mais l'information trimestrielle est soumise à moins de contrôles que l'information annuelle. Certes, le vérificateur externe peut examiner les résultats trimestriels, mais il le fait souvent dans le cadre de la vérification annuelle, réalisée après la clôture de l'exercice, donc à un moment où il est trop tard pour apporter des correctifs.
10. Les autorités canadiennes en valeurs mobilières recommandent que le comité de vérification examine l'information financière trimestrielle avant qu'elle ne soit publiée.

Composition du comité de vérification

11. Les autorités canadiennes en valeurs mobilières encouragent fortement les conseils d'administration d'émetteurs assujettis à désigner des administrateurs indépendants comme membres du comité de vérification et à ne désigner que de tels administrateurs comme membres de ce comité dans tous les cas où cela est possible.
12. Le président du comité de vérification devrait être un administrateur indépendant.
13. Le comité de vérification devrait normalement se composer d'au moins trois membres.

Réunions

14. Les réunions du comité de vérification devraient se tenir sur une base régulière.

15. Périodiquement, il faudrait permettre au vérificateur externe, au vérificateur interne et à la haute direction d'avoir des rencontres séparément avec les membres indépendants du comité de vérification.

16. Il faudrait conserver le procès-verbal de chaque réunion du comité de vérification.

Responsabilités du comité de vérification

17. Le comité de vérification devrait faire rapport périodiquement au conseil d'administration sur les résultats des examens entrepris et sur les recommandations afférentes.

18. Les moyens mis en oeuvre par le comité de vérification en vue de préserver l'indépendance du vérificateur externe devraient comprendre les moyens suivants:

    1° examiner les recommandations de la direction en vue de la nomination d'un vérificateur externe;

    2° examiner les conditions de la mission du vérificateur externe, le caractère approprié et raisonnable des honoraires prévus pour la vérification ainsi que les honoraires non réglés;

    3° quand il doit y avoir un changement de vérificateur, examiner toutes les questions reliées au changement, notamment l'information qui doit être fournie dans l'avis de changement de vérificateur exigé par l'Instruction générale n° C-31 et les étapes prévues pour permettre une transition ordonnée;

    4° examiner tous les événements à déclarer au sens de l'Instruction générale n° C-31 (désaccords, questions non réglées et consultations), de manière systématique, qu'il doive ou non y avoir changement de vérificateur;

    5° examiner tout contrat portant sur des services autres que la vérification à fournir par la firme du vérificateur externe ou par une société faisant partie du même groupe, y compris les honoraires estimés, et considérer son impact sur l'indépendance du vérificateur externe.

19. Les moyens mis en oeuvre par le comité de vérification en ce qui concerne la vérification et l'information financière devraient comprendre les moyens suivants:

    1° passer en revue le plan de vérification avec le vérificateur externe et avec la direction;

    2° examiner avec la direction et avec le vérificateur externe les changements qu'on se propose d'apporter aux principales conventions comptables, la présentation et l'impact d'incertitudes et de risques importants, ainsi que les estimations et jugements importants de la direction qui peuvent avoir un effet important sur l'information financière;

    3° interroger la direction et le vérificateur externe concernant les questions importantes en matière d'information financière qui ont été discutées au cours de l'exercice et la méthode de solution;

    4° examiner les problèmes rencontrés par le vérificateur externe au cours de sa mission, notamment les restrictions imposées par la direction ou les questions comptables importantes sur lesquelles il y a eu désaccord avec la direction;

    5° passer en revue les états financiers annuels, avec le rapport du vérificateur externe, et obtenir des explications de la direction sur tous les écarts significatifs entre périodes comparatives;

    6° examiner la lettre post-vérification ou lettre de recommandations du vérificateur externe, ainsi que la réaction de la direction et les suites qu'elle a données concernant les lacunes constatées;

    7° passer en revue les états financiers trimestriels avant leur publication;

    8° examiner avant leur publication tous les documents d'information contenant de l'information financière vérifiée ou non vérifiée, notamment les prospectus, le rapport annuel et la notice annuelle;

    9° examiner l'évaluation par le vérificateur externe des contrôles internes, ainsi que la réaction de la direction;

    10° examiner le mandat du vérificateur interne;

    11° passer en revue les rapports établis par le vérificateur interne, ainsi que la réaction de la direction et les suites qu'elle a données concernant les lacunes constatées;

    12° examiner les nominations du membre de la direction responsable des finances et de tout autre cadre financier important qui participe au processus de l'information financière.

20. Les responsabilités du comité de vérification ne sont pas énumérées de façon exhaustive dans le présent avis. Le conseil d'administration d'un émetteur assujetti, au moment de déterminer les

responsabilités à confier au comité de vérification, devrait se demander s'il y a d'autres matières qui doivent être soumises à une surveillance.

Les taux de rendement des o.p.c. marché monétaire (2 novembre 1990)

Les autorités canadiennes en valeurs mobilières sont à élaborer des modifications de l'Instruction générale n° C-39, notamment en ce qui concerne la publicité des o.p.c. marché monétaire. Récemment, on a vu apparaître des publicités sur le taux de rendement des o.p.c. marché monétaire qui utilisaient d'autres méthodes de calcul du rendement que celle qui avait été employée jusqu'ici, avec le résultat que les taux de rendement annoncés se comparent difficilement les uns aux autres.

Les autorités canadiennes en valeurs mobilières sont préoccupées de la confusion pouvant résulter de ces publicités pour les épargnants, bien que chacune des méthodes employées pour calculer le taux de rendement puisse être admissible. Dans l'attente de la mise au point des modifications à apporter à l'Instruction générale n° C-39, toutes les communications publicitaires (au sens de cette instruction générale) qui font état de taux de rendement des o.p.c. marché monétaire doivent se conformer aux règles suivantes:

1) le taux courant, calculé conformément à l'usage dans le secteur des o.p.c., doit être indiqué;
2) si on fait aussi état du taux effectif de rendement, il faut indiquer la façon dont il est calculé et on ne doit pas lui accorder plus d'importance qu'au taux courant de rendement.

L'objectif est que les personnes visées par le présent avis s'y conforment immédiatement. Toutefois, nous reconnaissons que certaines mesures peuvent être déjà en place (par exemple, des annonces ont pu être placées dans des publications) qui ne sont pas conformes à cet avis. Aussi, la date d'entrée en vigueur du présent avis est fixée au 12 novembre 1990.

Interprétation de l'article 157 du Règlement sur les valeurs mobilières (15 mars 1991)

L'article 157 du règlement d'application de la Loi sur les valeurs mobilières (L.R.Q., chapitre V-1.1) se lit comme suit:

> *« 157. Le formulaire de procuration prévu à l'article 81 de la Loi ou la circulaire prévue à l'article 82 de la Loi peut être remplacée par tout document correspondant établi conformément à la Loi constitutive de l'émetteur assujetti et dont le contenu équivaut à celui prévu par le présent règlement. »*

Pour ce qui a trait au contenu des documents susmentionnés, la Commission considère comme équivalentes les informations exigées par The Securities Exchange Act of 1934 (Public No. 291-73d Congress. H.R. 9323). La Commission considère de plus comme équivalentes les informations exigées par The Securities Act, Ontario (R.S.O. 1980, c. 466) et par la Loi sur les sociétés par actions (L.R.C. (1985), ch. C-44), sauf pour ce qui a trait à la nomination d'un vérificateur (annexe VIII, rubrique 9).

La Commission considère toutefois comme équivalentes les informations concernant la destitution ou le remplacement d'un vérificateur exigées par l'Instruction générale canadienne n° 31 (Bulletin, vol. XXI, n° 26, 29 juin 1990).

2. Le marché des valeurs mobilières

Les activités de personnes inscrites reliées à une institution financière (11 mai 1990)

Principes de réglementation

Introduction

Par suite de lois adoptées par plusieurs provinces et par l'État fédéral, un certain nombre d'institutions financières ont acquis, au cours des trois dernières années, une participation dans le capital de courtiers en valeurs existants ou constitué une filiale inscrite comme courtier en valeurs ou comme conseiller en valeurs.

Les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont déjà publié deux avis traitant des questions reliées au fait que des institutions financières possèdent une participation dans le capital de personnes inscrites: *Le placement des titres d'organismes de placement collectif par les institutions financières*, daté du 4 novembre 1988, et *L'activité de courtier de plein exercice et de courtier exécutant dans les succursales d'institutions financières*, daté du 11 novembre 1988. Les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont d'autres préoccupations d'ordre réglementaire concernant certaines situations qui peuvent se présenter en raison de la relation entre les personnes inscrites reliées à une institution financière et cette institution financière, et auxquelles les deux avis déjà publiés ne répondaient pas. Le présent avis, *Les activités de personnes inscrites reliées à une institution financière*, vise à répondre à ces autres préoccupations.

Le sous-comité sur les marchés financiers (composé de représentants des commissions d'Alberta, de Colombie-Britannique, du Manitoba, du Nouveau-Brunswick, de la Nouvelle-Écosse, d'Ontario, du Québec et de Saskatchewan) a examiné ces préoccupations et a cherché à élaborer des solutions, aussi uniformes que possible. Les membres du sous-comité ont discuté ces questions avec les représentants de plusieurs institutions financières, de personnes inscrites reliées à une institution financière, d'organismes d'autoréglementation, de l'Association des banquiers canadiens, de l'Association des compagnies de fiducie du Canada, de l'Association canadienne des compagnies d'assurances de personnes Inc., de la Société canadienne de crédit coopératif, d'autorités provinciales de réglementation des institutions financières et du Bureau du surintendant des institutions financières. Les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont approuvé les principes de réglementation élaborés par le sous-comité.

Le présent avis expose les questions sur lesquelles les commissions de toutes les provinces et des territoires en sont venues à un consensus, à moins d'indication contraire. Les principes établis seront mis en oeuvre par chaque commission de la manière appropriée.

Voici les questions abordées dans le présent avis:

1. les ententes de vente entre les personnes inscrites et l'institution financière à laquelle elles sont reliées;
2. la communication, par les personnes inscrites aux institutions financières auxquelles elles sont reliéés, d'informations confidentielles sur les clients;
3. le règlement des opérations sur titres par l'entremise d'un compte auprès de l'institution financière;
4. le système de traitement à l'échelle canadienne pour l'examen:
   a) des avis d'entente de réseau exigés par la réglementation de Colombie-Britannique, de Nouvelle-Écosse, d'Ontario et du Québec, ainsi que par la *Policy 7.1* en Alberta;
   b) des avis qui doivent être déposés auprès des commissions en vertu des trois avis concernant les principes de réglementation.

Dans le présent avis, on entend par institutions financières les banques, les sociétés de fiducie, les sociétés de prêts, les sociétés d'assurances, les *credit unions* et les *treasury branches;* au Québec, la Confédération des caisses populaires et d'économie Desjardins est considérée comme une institution financière et les caisses populaires sont réputées être des succursales de la Confédération. Au Manitoba, dans l'attente d'une politique concernant les autres institutions financières, les principes de réglementation ne s'appliquent qu'aux personnes inscrites reliées à une banque ou à une société de fiducie.

Pour l'application des principes de réglementation, une personne inscrite reliée à une institution financière est une personne inscrite qui fait partie du même groupe que l'institution financière ou par rapport à laquelle l'institution financière constitue d'une autre manière une personne reliée. L'institution financière est une personne reliée par rapport à la personne inscrite dans les cas suivants:

a) l'institution financière exerce une influence sur la personne inscrite;
b) l'institution financière subit l'influence de la personne inscrite;
c) l'institution financière et la personne inscrite exercent toutes deux une influence sur un tiers;
d) l'institution financière et la personne inscrite subissent toutes deux l'influence d'un tiers.

Dans la définition de «personne reliée», il faut entendre par influence par rapport à une personne le pouvoir d'exercer une influence déterminante sur la gestion et les politiques de cette personne, s'il ne s'agit pas d'une personne physique, ou sur l'activité de cette personne, s'il s'agit d'une personne physique, isolément ou avec d'autres personnes, par la possession de titres comportant droit de vote, par l'entremise d'une ou plusieurs personnes ou de toute autre manière. Pour l'application de cette définition d'influence à l'égard d'une personne autre qu'une personne physique, toute personne qui, directement ou indirectement, seule ou avec d'autres, exerce une emprise sur plus de 20 % des titres d'une catégorie ou d'une série de titres émis par cette personne et comportant droit de vote est présumée, sauf preuve contraire, exercer une influence sur cette personne.

Les personnes inscrites reliées à une institution financière sont soumises à diverses obligations dans leurs relations avec leurs clients. Elles doivent être inscrites conformément à la loi sur les valeurs mobilières dans les provinces ou territoires où elles exercent leur activité; elles sont soumises à la législation sur les valeurs mobilières, ainsi qu'aux instructions générales canadiennes, uniformes et provinciales. Dans certains cas, elles seront membres d'un organisme d'autoréglementation et, donc, assujetties aux règles établies par cet organisme. La législation sur les valeurs mobilières et les règles des organismes d'autoréglementation traitent de certains conflits d'intérêts et de certaines opérations intéressées que peut occasionner la relation entre la personne inscrite et l'institution financière à laquelle elle est reliée. Le présent texte ne vise aucunement à atténuer les obligations auxquelles la personne inscrite est tenue par la législation sur les valeurs mobilières ou autrement.

Au cours des délibérations, il est devenu apparent que les ententes entre les personnes inscrites et les institutions financieres auxquelles elles sont reliées suscitent un certain nombre de préoccupations auxquelles il n'existe pas de réponse claire. Aussi, les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont adopté une attitude de prudence vis-à-vis de ces questions, avec l'idée d'y revenir en fonction de l'expérience de tous: épargnants, institutions financières, personnes inscrites et autorités de réglementation. Elles estiment que les principes de réglementation devraient être réexaminés dans un délai d'un an au plus afin d'évaluer s'ils répondent bien aux préoccupations légitimes de réglementation et de la pratique commerciale; il va de soi qu'une question particulière pourrait être reprise dans un délai plus court.

Les autorités canadiennes en valeurs mobilières n'ont abordé les préoccupations d'ordre réglementaire concernant la relation entre les personnes inscrites et l'institution financière à laquelle elles sont reliées que du point de vue de la réglementation des valeurs mobilières. Les principes de réglementation ne s'appliquent qu'aux activités qui relèvent de la compétence des autorités en valeurs mobilières. Il est possible que les autorités fédérales ou provinciales de réglementation des institutions financières imposent des exigences supplémentaires aux institutions financières qui sont reliées à des personnes inscrites.

Le présent avis entre en vigueur le 1er juillet 1990.

1. Ententes de vente

Dans le présent avis, une entente de vente est une entente entre une personne inscrite et l'institution financière à laquelle elle est reliée aux termes de laquelle la personne inscrite incite des clients à traiter avec l'institution financière à laquelle elle est reliée ou à en acheter des produits ou services ou impose à ses clients de traiter avec elle ou d'en acheter des produits ou services.

Les autorités canadiennes en valeurs mobilières sont préoccupées du fait que, dans certains cas, une entente de vente peut être contraire aux intérêts des épargnants. Une telle entente de vente constitue une entente de réseau au sens du règlement adopté en vertu de la loi sur les valeurs mobilières en Colombie-Britannique, en Nouvelle-Écosse, en Ontario et au Québec, ainsi qu'au sens de la *Policy 7.1* en Alberta; la personne inscrite doit en aviser au préalable la commission de chacune de ces provinces dans laquelle elle compte appliquer l'entente. L'Île-du-Prince-Édouard, le Manitoba, le Nouveau-Brunswick, la Saskatchewan, Terre-Neuve, les Territoires du Nord-Ouest et le Yukon n'ont pas de dispositions semblables, mais les commissions de ces provinces et territoires exigeront aussi d'être avisées, au moins 30 jours avant la signature, de toute entente de vente entre une personne inscrite et l'institution financière à laquelle elle est reliée et en feront l'examen en vue de déterminer si elles s'y opposent. Le présent texte vise à donner une indication générale sur l'attitude que les commissions adopteront à l'égard des ententes de vente.

Dans leurs observations sur les ententes de réseau dont elles doivent être avisées, les commissions comptent faire une distinction entre les ententes de vente qui comportent des incitations et celles qui imposent des exigences aux clients. Elles sont conscientes de la possibilité qu'une entente de vente puisse comporter un élément d'incitation et un élément d'exigence; aussi leur examen portera sur la substance de l'entente et sur son mode de fonctionnement en pratique.

De façon générale, les commissions ne comptent pas s'opposer à une entente aux termes de laquelle une personne inscrite offre à ses clients des incitations à

traiter avec l'institution financière à laquelle elle est reliée ou à en acheter des produits ou services. À titre d'exemple, on peut envisager le cas où une personne inscrite et l'institution financière à laquelle elle est reliée s'entendent pour offrir au client qui achète des titres auprès de la personne inscrite un financement à taux réduit auprès de l'institution financière.

Les autorités canadiennes en valeurs mobilières sont surtout préoccupées du type d'entente de vente selon laquelle la personne inscrite impose au client qui veut faire une opération par son intermédiaire ou acquérir d'elle un produit ou service d'acquérir un autre produit ou service auprès de l'institution financière à laquelle elle est reliée. Cela est particulièrement préoccupant lorsque des produits ou services concurrentiels ne peuvent s'obtenir facilement d'autres sources ou lorsque la liberté de choix de l'épargnant est indûment restreinte. À titre d'exemple, on peut envisager le cas du client qui désire souscrire un titre dans un placement fait par un courtier qui est preneur ferme unique, et à qui le courtier imposerait d'avoir un compte auprès de l'institution financière à laquelle il est relié. Les autorités en valeurs ne s'opposeront pas nécessairement à toutes les ententes de vente selon lesquelles des personnes inscrites imposent à leurs clients des exigences de traiter avec l'institution financière à laquelle elles sont reliées, puisque certains de ces arrangements pourraient ne pas être contraires à l'intérêt public. Au Québec, la Commission s'opposera à toutes les ententes de vente selon lesquelles des personnes inscrites imposent à leurs clients d'acheter des produits de l'institution financière à laquelle elles sont reliées.

Dans leur examen des ententes de vente, les autorités en valeurs mobilières vont considérer des questions semblables à celles qu'elles considèrent lors de l'examen d'autres ententes de réseau. Dans la plupart des cas où elles ne s'opposeront pas à une entente de vente, elles exigeront que la personne inscrite fournisse aux clients qui achètent un produit ou service dans le cadre de l'entente l'information appropriée sur celle-ci, notamment la relation entre les parties à l'entente et les avantages qu'en tire chacune.

Il convient de rappeler aux personnes inscrites que les ententes de vente peuvent également être soumises à un examen en vertu de la Loi sur la concurrence (Canada).

2. Communication d'informations confidentielles sur les clients

Pour l'application du présent texte, les informations confidentielles sur les clients comprennent tous les faits reliés à un client dont la personne inscrite a connaissance à cause de sa relation avec le client, ainsi que toute analyse ou opinion fondée sur ces faits. Cela comprend notamment le nom, l'adresse, le numéro de téléphone, le revenu, l'actif, les dettes, les objectifs d'investissement et les projets de financement du client.

Les autorités canadiennes en valeurs mobilières sont préoccupées du fait que les personnes inscrites et les institutions financières auxquelles elles sont reliées peuvent conclure des ententes permettant la communication à l'institution financière d'informations confidentielles sur les clients de la personne inscrite dans des circonstances et à des fins qui peuvent être contraires aux intérêts des épargnants. Dans certains cas, il pourra s'agir d'ententes de réseau au sens du règlement adopté en vertu de la loi sur les valeurs mobilières en Colombie-Britannique, en Nouvelle-Écosse, en Ontario et au Québec, ainsi qu'au sens de la *Policy 7.1* en Alberta; la personne inscrite doit en aviser au préalable la commission de chacune de ces provinces dans laquelle elle compte appliquer l'entente. Sans égard au fait que l'entente constitue ou non une entente de réseau, le présent texte expose la procédure que, selon les commissions, la personne inscrite devrait suivre avant de communiquer des informations confidentielles sur des clients à l'institution financière à laquelle elle est reliée. Dans les provinces où cette entente constitue une entente de réseau dont il faut aviser les commissions au préalable, celles-ci pourront imposer des exigences supplémentaires en fonction des conditions de l'entente.

Sous réserve de l'alinéa suivant, toutes les commissions exigeront que la personne inscrite qui compte communiquer des informations confidentielles sur ses clients à l'institution financière à laquelle elle est reliée obtienne d'abord le consentement écrit de ses clients après leur avoir fourni l'information voulue. Le formulaire de consentement doit constituer un document distinct; toutefois, dans les cas appropriés, ce formulaire peut faire partie du document d'information prévu au point 3 de l'avis *L'activité de courtier de plein exercice et de courtier exécutant dans les succursales d'institutions financières*. Avant d'obtenir le consentement d'un client, la personne inscrite doit l'informer:

a) du fait que la personne inscrite communiquera des informations confidentielles sur ses clients à l'institution financière à laquelle elle est reliée;

b) de la relation entre la personne inscrite et l'institution financière;

c) de la nature de l'information qui sera communiquée à l'institution financière;

d) de l'utilisation qui sera faite de cette information par l'institution financière, y compris son intention de communiquer ou non cette information à d'autres;

e) le cas échéant, de l'effet qu'une révocation du consentement par la suite pourrait avoir sur la pos-

sibilité pour le client de continuer à traiter avec la personne inscrite.

Les commissions feront une exception à la règle exposée à l'alinéa précédent dans certaines circonstances et à certaines conditions.

a) La première exception concerne le cas où une personne inscrite reliée à une institution financière souhaite communiquer à celle-ci des informations confidentielles se rapportant à des clients existants (c'est-à-dire des clients au moment de l'entrée en vigueur du présent texte) dans les circonstances suivantes:

   i) le client a acheté de la personne inscrite des titres d'o.p.c. parrainés par l'institution financière à laquelle elle est reliée ou par une société faisant partie du même groupe que celle-ci ou contrôlée par celle-ci;

   ii) les titres ont été achetés dans une succursale de l'institution financière où la personne inscrite emploie des personnes qui sont également employées par l'institution financière.

   Dans ces circonstances, s'il est indûment difficile d'obtenir le consentement écrit du client de la manière prévue à l'alinéa précédent, la personne inscrite doit aviser le client par écrit au moins 30 jours avant l'entrée en vigueur du présent texte que des informations confidentielles sur celui-ci ont été et seront communiquées à l'institution financière à laquelle elle est reliée. En donnant cet avis, la personne inscrite doit aviser le client des questions énumérées à l'alinéa précédent (points a) à d)), de la possibilité pour lui de s'opposer à la communication de l'information confidentielle, ainsi que de l'effet de son opposition.

b) La deuxième exception concerne le cas où un courtier de plein exercice ou un courtier exécutant désire communiquer à une personne déterminée travaillant à l'institution financière à laquelle ce courtier est relié le nom, l'adresse et le numéro de téléphone d'un client afin de permettre à cette personne de communiquer avec ce client au sujet d'un produit ou d'un service spécifique offert par l'institution financière. Par exemple, le représentant d'un courtier de plein exercice peut demander à un client s'il serait intéressé à discuter d'un produit ou d'un service spécifique offert par l'institution financière avec une personne déterminée travaillant pour celle-ci et, dans l'affirmative, s'il s'opposerait à ce que son nom, son adresse et son numéro de téléphone soient communiqués à cette personne déterminée. Dans ces circonstances, s'il est indûment difficile d'obtenir le consentement écrit du client de la manière prévue à l'alinéa précédent, le courtier doit obtenir son consentement verbal et consigner par écrit le fait qu'il a été obtenu. Avant d'obtenir ce consentement, le courtier doit aviser son client des questions mentionnées aux points a) à d) de l'alinéa précédent.

c) La troisième exception concerne le cas où une personne inscrite négocie des produits du marché monétaire pour le compte de l'institution financière à laquelle elle est reliée et désire communiquer à cette dernière des informations confidentielles sur des clients à propos d'achats de produits du marché monétaire effectués pour le compte de clients institutionnels (c'est-à-dire le nom du client et le montant de l'opération) en raison du fait que ces informations sont importantes pour les opérations de financement de l'institution financière. Dans ce cas, s'il est indûment difficile d'obtenir le consentement par écrit de la manière prévue à l'alinéa précédent, la personne inscrite doit aviser le client par écrit de son intention de communiquer des informations confidentielles sur celui-ci à l'institution financière à laquelle elle est reliée.

d) La quatrième exception concerne le cas où la personne inscrite compte communiquer des informations confidentielles sur ses clients à l'institution financière à laquelle elle est reliée, seulement à des fins de vérification interne, de statistiques ou de tenue des registres et où cette information ne sera utilisée à aucune autre fin par l'institution. Dans ce cas, la personne inscrite ne sera pas tenue d'obtenir le consentement de ses clients. Par exemple, si une institution financière tient les livres et registres de la personne inscrite qui est reliée à elle pour le compte de celle-ci, dans le cadre de l'avis *Le placement des titres d'organismes de placement collectif par les institutions financières*, la communication d'informations confidentielles sur les clients nécessaire à cette fin peut se faire sans le consentement des clients.

Sous réserve de l'exception prévue au présent alinéa, la personne inscrite ne peut exiger, pour traiter avec un client, que celui-ci consente d'abord à la communication d'informations confidentielles à l'institution financière à laquelle elle est reliée. Toutefois, la personne inscrite qui emploie des personnes qui sont aussi employés de l'institution financière à laquelle elle est reliée peut imposer une telle condition.

Lorsque la personne inscrite conserve des informations confidentielles sur ses clients dans un ordinateur ou autre système central auquel a accès l'institution financière à laquelle elle est reliée, il faut mettre en place des protections destinées à empêcher l'institution financière d'avoir accès aux informations confidentielles dans le cas où le consentement du client n'a pas été obtenu.

3. Règlement des opérations sur titres par l'entremise d'un compte auprès de l'institution financière

Les autorités canadiennes en valeurs mobilières sont préoccupées du fait que, dans certains cas, peut être contraire aux intérêts des clients, une entente aux termes de laquelle la personne inscrite peut, pour le règlement des opérations sur titres d'un client, débiter le compte de celui-ci auprès de l'institution financière à laquelle elle est reliée. Dans certains cas, il pourra s'agir d'ententes de réseau au sens du règlement adopté en vertu de la loi sur les valeurs mobilières en Colombie-Britannique, en Nouvelle-Écosse, en Ontario et au Québec, ainsi qu'au sens de la *Policy 7.1* en Alberta; la personne inscrite doit en aviser au préalable la commission de chacune de ces provinces dans laquelle elle compte appliquer l'entente. Sans égard au fait que cette entente constitue ou non une entente de réseau, le présent texte expose la procédure que, selon les commissions, la personne inscrite devrait suivre avant de débiter le compte d'un client auprès de l'institution financière à laquelle elle est reliée.

La personne inscrite qui souhaite régler les opérations sur titres d'un client par l'entremise de son compte auprès de l'institution financière à laquelle elle est reliée doit d'abord obtenir l'autorisation écrite de son client après lui avoir fourni l'information voulue. Elle peut obtenir cette autorisation écrite soit au moment où le client ouvre son compte auprès d'elle, soit par la suite, aux conditions suivantes:

a) le client énumère le ou les comptes spécifiques auprès de l'institution financière qui sont visés par l'autorisation;

b) la personne inscrite veille à ce que le client soit au courant du fait qu'il l'autorise à débiter certains de ses comptes auprès de l'institution financière pour régler ses opérations sur titres et de l'effet de cette autorisation;

c) la personne inscrite n'exige pas pour l'ouverture d'un compte que le client autorise à débiter plus d'un compte auprès de l'institution financière pour régler ses opérations sur titres.

La personne inscrite qui règle les opérations sur titres de ses clients par l'entremise des comptes de ses clients auprès de l'institution financière à laquelle elle est reliée doit continuer à se conformer à la législation ainsi qu'aux règles des organismes d'autoréglementation concernant les comptes comptant et les comptes sur marge.

4. Système de traitement à l'échelle canadienne des avis d'entente de réseau et des autres questions reliées aux principes de réglementation

Selon les règlements de Colombie-Britannique, de Nouvelle-Écosse, d'Ontario et du Québec, ainsi que selon la *Policy 7.1* en Alberta, la personne inscrite qui se propose d'établir une entente de réseau avec une institution financière doit en aviser au préalable la commission de chacune de ces provinces dans laquelle elle compte appliquer l'entente et chaque Commission examine si elle doit ou non s'opposer à l'entente. En vertu du présent texte comme en vertu des Principes de réglementation concernant le placement de titres d'organismes de placement collectif par les institutions financières et en vertu des Principes de réglementation concernant l'activité de courtier de plein exercice et de courtier exécutant dans les succursales d'institutions financières, la personne inscrite reliée à une institution financière qui entend exercer des activités déterminées selon des modes déterminés doit en aviser les commissions des provinces ou territoires où elle entend les exercer et ces commissions examinent si elles doivent s'opposer ou non à ces activités.

En vue de faciliter le traitement, par plus d'une commission, d'avis d'entente de réseau et d'autres questions reliées aux principes de réglementation et pour réaliser une plus grande uniformité dans ces matières, les autorités canadiennes en valeurs mobilières sont convenues d'une procédure que peut suivre la personne inscrite qui souhaite obtenir une décision de non-opposition ou de permission de plus d'une commission.

Voici les étapes de cette procédure:

1° La personne inscrite dépose un avis écrit de l'entente de réseau ou de l'activité projetée en même temps auprès de la commission de chaque province ou territoire où elle compte appliquer l'entente de réseau ou exercer l'activité projetée, dans la mesure où chacune de ces commissions exige un avis.

2° La personne inscrite choisit l'autorité principale et indique dans son avis l'autorité principale choisie ainsi que les autres provinces ou territoires où elle compte appliquer l'entente de réseau ou exercer l'activité projetée. Normalement, l'autorité principale sera celle du lieu du principal établissement de la personne inscrite ou celle de la province ou du territoire principal où la personne inscrite compte appliquer l'entente de réseau ou exercer l'activité projetée. Une autorité peut refuser d'agir comme autorité principale.

3° L'autorité principale procède à l'examen de l'avis et fait tout son possible pour envoyer aux autres autorités ses observations sur l'avis, par courrier,

par télex, par télécopieur ou par téléphone, dans les 15 jours suivant la réception de l'avis. Si l'autorité principale estime qu'elle ne pourra fournir ses observations dans le délai de 15 jours, elle en avise les autres autorités.

4° Les autres autorités procèdent à l'examen de l'avis et font tout leur possible pour communiquer à l'autorité principale leurs observations supplémentaires, par courrier, par télex, par télécopieur ou par téléphone, dans les 7 jours suivant la réception des observations de l'autorité principale. Si l'une des autorités n'a pas d'observations à formuler sur l'avis, elle en informe l'autorité principale; si l'une des autorités a besoin d'un délai plus long pour l'examen de l'avis, elle en informe également l'autorité principale.

5° S'il faut un supplément d'information pour permettre à la Commission de bien apprécier l'avis, l'autorité principale demande ce supplément d'information et la personne inscrite l'envoie à l'autorité principale et aux autres autorités.

6° Si l'autorité principale et les autres autorités s'entendent sur la réponse à donner, l'autorité principale en informe la personne inscrite par courrier, avec copie aux autres autorités.

7° Si certaines autorités s'opposent à l'avis alors que d'autres ne s'y opposent pas, l'autorité principale en informe la personne inscrite par courrier, avec copie aux autres autorités, et l'avise de traiter directement avec les autorités qui s'opposent en vue de régler les difficultés qu'elles soulèvent. La personne inscrite informe l'autorité principale et les autres autorités des modifications qu'elle peut apporter à l'entente de réseau ou à l'activité projetée décrite dans l'avis en vue de régler les difficultés soulevées par une autorité qui s'opposait à l'avis.

Cette procédure est destinée à faciliter les choses pour les personnes inscrites. Elle n'implique, pour aucune commission, une renonciation à sa compétence. Chaque commission conserve sa discrétion pour la réponse qu'elle entend donner à l'avis.

Personnes à contacter:

Alberta	Joan MacBeth	(403) 422-1083
Colombie-Britannique	Brenda Benham	(604) 660-4853
Île-du-Prince-Édouard	Merrill Wigginton	(902) 368-4563
Manitoba	Tom Tapley	(204) 945-2548
Nouveau-Brunswick	Donne Smith	(506) 658-3060
Nouvelle-Écosse	Nick Pittas	(902) 424-7768
Ontario	Joan Smart	(416) 593-3666
Québec	Pierre Lizé	(514) 873-5326
Saskatchewan	Barbara Shourounis	(306) 787-5842
Terre-Neuve	George Kennedy	(709) 576-3316
Territoires du Nord-Ouest	Douglas McNiven	(403) 873-7490
Yukon	Malcolm Florence	(403) 667-5225

Entente entre la Commission des valeurs mobilières du Québec et la Société de développement industriel du Québec concernant l'échange d'information en matière de financement par les sociétés de placements dans l'entreprise québécoise (SPEQ) (6 juillet 1990)

La Commission des valeurs mobilières du Québec annonce la signature d'une entente visant à favoriser la coopération et l'assistance mutuelle dans le cadre de l'analyse de projets de financement par les sociétés de placements dans l'entreprise québécoise. La signature de cette entente fait suite au développement de relations informelles établies entres les deux organismes dans le cadre de l'accomplissement de leur mandat respectif. Cette mesure s'impose vu l'intérêt du public pour l'investissement dans les actions de SPEQ, une forme d'investissement où l'expertise des deux organismes peut être complémentaire.

La SDI a comme mission de favoriser le développement économique du Québec. À cet égard, elle administre plusieurs programmes d'aide financière aux entreprises ainsi que la Loi sur les sociétés de placements dans l'entreprise québécoise qui a pour but de favoriser une saine capitalisation des PME.

Une des préoccupations importantes des organismes est de préserver le caractère confidentiel des informations qui pourront être échangées. Pour cette raison, l'entente prévoit que les organismes garderont confidentiels le contenu des demandes formulées, les renseignements obtenus en réponse à ces demandes et toutes autres questions reliées à la mise en oeuvre de l'entente.

La coopération des organismes pourra les aider à accomplir leur mission, mais la Commission y voit aussi un moyen d'améliorer le processus du financement des sociétés de placements dans l'entreprise québécoise.

Dans cet esprit, la Commission demande aux personnes qui déposeront des documents d'information (prospectus ou notice d'offre) concernant un financement de sociétés de placements dans l'entreprise québécoise de bien vouloir déposer simultanément un exemplaire de ce document auprès de la Société de développement industriel du Québec.

Entente

La Commission des valeurs mobilières du Québec et la Société de développement industriel du Québec reconnaissant l'intérêt grandissant du public pour l'investissement dans des sociétés de placements dans

l'entreprise québécoise (SPEQ) s'entendent pour encadrer l'échange de certains renseignements obtenus dans l'exercice de leur mandat respectif:

Article 1 – Parties de l'entente

Les parties à la présente entente sont:

- La Commission des valeurs mobilières du Québec (la Commission), organisme constitué en vertu des lois du Québec et continué en vertu de la Loi sur les valeurs mobilières du Québec (L.R.Q., c. V-1.1), ayant son siège social au 800, square Victoria, 17e étage, Montréal, Québec, H4Z 1G3;
- La Société de développement industriel du Québec (SDI), corporation légalement constituée par une loi de la province de Québec (L.R.Q., c. 11.01), ayant son siège social au 1126, chemin Saint-Louis, bureau 700, Sillery, Québec, G1S 1E5.

Article 2 – Caractère confidentiel des demandes et des renseignements visés.

Les demandes formulées conformément à la présente entente, leur contenu, les renseignements obtenus en réponse aux demandes et toute autre question reliée à la mise en oeuvre de la présente, y compris les consultations entre les parties, sont confidentiels. Toutefois, il est entendu que les parties peuvent, d'un commun accord et dans la mesure permise par la Loi, renoncer à ce caractère confidentiel.

Les parties ne doivent offrir à aucune autre personne un renseignement obtenu de l'autre partie et elles doivent faire de leur mieux pour assurer qu'il ne soit pas obtenu par une autre personne.

Le présent article ne vise aucunement à conférer quelque caractère confidentiel que ce soit à un renseignement visé par la présente entente qui serait de toute façon public.

Article 3 – Renseignements visés

Les renseignements visés par la présente entente sont les suivants:

- de la SDI, la Commission recevra: la liste mensuelle des SPEQ ayant fait l'objet d'un enregistrement auprès de la SDI, cette liste indiquant le nom de la SPEQ, la date de l'enregistrement ainsi que l'adresse su siège social de la SPEQ:
- de la Commission, la SDI recevra:
  1° la liste bi-mensuelle des prospectus provisoires visés par la Commission concernant des SPEQ;
  2° la liste hebdomadaire des demandes de dispense de prospectus concernant des SPEQ;
- tout autre renseignement sur lequel les deux parties s'entendront.

Article 4 – Demande de renseignements

Les demandes de renseignements sont faites verbalement ou par écrit par l'une des personnes responsables d'une des parties et sont adressées à l'une des personnes responsables de l'autre partie.

Article 5 – Personnes responsables

Les personnes responsables d'envoyer et de recevoir les demandes de renseignements faites conformément à la présente entente sont celles indiquées à l'Annexe A.

Ces personnes peuvent être remplacées en tout temps par avis écrit de l'une des parties.

Article 6 – Utilisation permise des renseignements

Chaque partie ne peut utiliser les renseignements obtenus qu'aux fins d'accomplir sa mission dans le respect de l'intérêt public.

Article 7 – Respect des lois et règlements

Sous réserve des limites de leur pouvoir légal, chaque partie s'engage à effectuer cet échange de renseignements dans la mesure où celui-ci est conforme aux lois et règlements alors en vigueur au Québec, notamment leurs lois constitutives et la Loi sur l'accès aux documents des organismes publics et sur la protection des renseignements personnels (L.R.Q., c. A-2.1).

Article 8 – Durée de l'entente

Cette entente est d'une durée d'un an à compter de la date de sa signature. Elle sera reconduite automatiquement chaque année à moins d'un avis contraire signifié par écrit de l'une ou l'autre des parties.

Article 9 – Dénonciation de l'entente

Chaque partie peut, en tout temps, dénoncer la présente entente en donnant à l'autre partie un avis écrit du fait que la présente entente n'est plus en vigueur.

Cette dénonciation prend effet à la date de réception de cet avis par l'autre partie mais l'entente continue de s'appliquer à toutes les demandes de renseignements faites avant cette date.

Fait à Montréal, le 5 juillet 1990.

Société de développement industriel du Québec

par: (S) Gabriel Savard
Gabriel Savard
Président directeur général

Commission des valeurs mobilières du Québec
par: (S) Paul Fortugno
Paul Fortugno
Président

Annexe A
Personnes responsables

Pour la Commission:
Direction de l'information
Carl Grégoire, analyste financier
Tél.: 873-5326

Pour la SDI:
Direction des programmes spéciaux
Marie-Claire Poupart Iskandar, directrice de projets
Tél.: 873-4375

Mesures incitatives pour le placement de titres d'organismes de placement collectif: suspension des voyages à l'étranger (4 janvier 1991)

Les autorités canadiennes en valeurs mobilières sont préoccupées depuis un certain temps de ce que les voyages à l'étranger offerts par diverses personnes, notamment par les gérants d'o.p.c., comme mesures incitatives pour le placement de titres d'o.p.c. peuvent donner lieu à des conflits d'intérêts inacceptables ou faire croire au public qu'il existe de tels conflits. Les voyages à l'étranger ont fait l'objet de beaucoup d'attention dans les médias et la publicité négative qu'ils ont suscitée a tendu à miner la confiance des épargnants dans les o.p.c. Les autorités canadiennes en valeurs mobilières en sont venues à la conclusion qu'il faut suspendre la pratique d'offrir de tels voyages, pendant que l'examen de la question se poursuit. Des représentants de l'Ontario Securities Commission ont rencontré diverses personnes du secteur des o.p.c. pour leur faire part des préoccupations des autorités canadiennes en valeurs mobilières et pour leur demander que les personnes travaillant dans ce secteur s'occupent elles-mêmes de cette question.

Les autorités canadiennes en valeurs mobilières apprécient les efforts des personnes du secteur des o.p.c. qui ont répondu à leur demande. Diverses personnes, qui gèrent ensemble plus de la moitié de l'actif global des o.p.c., se sont engagées individuellement, tant pour elles-mêmes que pour les personnes avec qui elles ont des liens et pour les personnes qui font partie du même groupe, à ne pas organiser ou payer de séminaires de formation, de conférences sur la vente ou d'autres voyages, à moins que le séminaire, la conférence ou le voyage n'ait lieu au Canada et qu'une information appropriée soit donnée dans le prospectus ou le prospectus simplifié de l'o.p.c.

Ces engagements individuels volontaires ne constituent qu'une mesure provisoire. Les autorités en valeurs mobilières sont au courant du fait que des représentants du secteur des o.p.c. ont l'intention d'examiner diverses questions reliées à la formation d'un organisme d'autoréglementation pour le secteur des o.p.c. Au cours de ce processus, ils ont l'intention d'étudier toutes les formes de rémunération offertes aux personnes qui placent des titres d'o.p.c. et la méthode de présentation aux souscripteurs de l'information sur la rémunération, ainsi que de faire rapport aux autorités canadiennes sur les résultats de cette étude. Les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont fait part aux personnes avec qui ont eu lieu les discussions sur la situation actuelle de leur espoir que cette étude soit terminée avant l'été 1991, de sorte que toute mesure nécessaire par suite de cette étude puisse être mise en place pour la fin de l'année 1991.

Compte tenu des engagements déjà pris par des personnes du secteur des o.p.c., les autorités canadiennes en valeurs mobilières comptent que toutes les personnes du secteur des o.p.c. vont s'abstenir, pour les titres placés au cours de l'année 1991, d'organiser ou de payer des séminaires de formation, des conférences sur la vente ou des voyages, à moins que le séminaire, la conférence ou le voyage n'ait lieu au Canada et qu'une information appropriée soit donnée dans le prospectus ou le prospectus simplifié de l'o.p.c.

Annexe III
Décisions importantes

Les sociétés et les porteurs de titres

– *L'appel public à l'épargne*

Les Compagnies Molson Limitée[1]

L'objet de l'audience

L'audience tenue le 19 juillet 1990 avait pour but de réviser les décisions N° 1115-I-90 et N° 1116-I-90 du Directeur de l'Information qui refusait de viser les prospectus de Les Compagnies Molson Limitée (Molson) concernant le placement de 150 000 000 $ en débentures remboursables par anticipation à taux flottant, échéant en juillet 1991 et 4 000 000 d'actions de catégorie A, sans droit de vote, au prix de 37,625 $ l'action.

Les motifs du Directeur

Le Directeur considérait que les prospectus de Molson ne présentaient pas toute l'information nécessaire à l'épargnant pour lui permettre de prendre une décision éclairée. Plus particulièrement, il estime que la rubrique «Emploi du produit», l'une des informations essentielles à la prise de décision, ne précise pas suffisamment ce que l'on se propose de faire avec les sommes recueillies, en sorte qu'elle ne répond pas aux exigences de l'annexe IV du Règlement.

Cette rubrique se lit comme suit, dans le prospectus relatif au placement de débentures:

> *«Le produit net que tirera la société de la vente des débentures offertes aux présentes, déduction faite des frais d'émission (y compris la rémunération des preneurs fermes), est évalué à environ à 148 750 000 $. La société compte utiliser le produit du présent placement, ainsi que le produit de l'offre concomitante d'actions, catégorie A, sans droit de vote et d'autres ressources financières dont elle dispose pour procéder à l'expansion de ses activités actuelles, ce qui comprend le financement de l'opération brassicole, des acquisitions que la société peut effectuer et d'autres fins générales.»*

Le texte utilisé au prospectus relatif au placement d'actions est similaire, compte tenu des adaptations nécessaires.

Pour comprendre le sens du terme «l'opération brassicole», il faut se référer à une autre rubrique «Événements récents» où on retrouve la mention suivante:

> *«La société s'est penchée sur la possibilité d'accroître considérablement ses activités brassicoles hors de l'Amérique du Nord. Cette expansion pourrait comporter l'acquisition d'une participation dans certaines entreprises brassicoles et connexes à l'échelle internationale (l'«opération brassicole»). À cet égard, la société avait engagé des pourparlers avec des participants éventuels à l'opération brassicole. À l'heure actuelle, toutefois, les parties n'ont pris aucun engagement. Il est impossible à l'heure actuelle de prévoir si l'opération brassicole sera conclue ou, si elle intervient, à quel moment et à quelles conditions financières notamment. Les ressources financières de la société, y compris le produit de la présente émission, pourraient ne pas être suffisantes pour permettre à la société de donner suite à l'opération brassicole, auquel cas la société serait tenue de mobiliser des capitaux supplémentaires. Ces capitaux supplémentaires pourraient provenir de la vente d'actions, catégorie A, sans droit de vote supplémentaires.»*

Pour le Directeur, non seulement l'information au sujet de cette acquisition possible est déficiente, mais son impact sur la société n'est pas montré. Les deux placements proposés représentent une augmentation de 30,6 % par rapport à la capitalisation totale de la société et ne constituent qu'une partie du financement envisagé. Or, il n'y a aucune précision sur la façon dont sera financé le complément nécessaire. Il n'est donc pas possible de connaître l'impact de cette acquisition éventuelle sur la structure de capital de Molson et l'importance de la dilution qui pourra en résulter.

Le Directeur s'appuie également sur l'article 45 du Règlement sur les valeurs mobilières qui prévoit que la Commission peut exiger la présentation au prospectus d'états financiers de l'entreprise acquise et d'un bilan pro forma donnant effet à cette acquisition lorsque tout ou partie du produit d'un placement est destiné à financer l'acquisition d'une entreprise par la voie d'une opération portant sur l'actif ou les actions de celle-ci.

---

1 Me Paul Fortugno, c.r., M. Maurice Cusson, c.a., et M. Roland Côté, f.c.a. – Décision n° 90-C-0196, le 27 juillet 1990

Comme le bon fonctionnement du marché repose sur une information pleine et entière, ce qui ne se retrouve pas dans les prospectus en cause, il refuse donc d'octroyer les visas.

La position de l'émetteur

Les procureurs de Molson croient pour leur part que les prospectus décrivent adéquatement l'état actuel des efforts de la société pour accroître ses activités brassicoles. On trouve cette description à la rubrique «Événements récents» des prospectus. Consciente de ses obligations légales, Molson aurait donné plus d'information si elle avait été en mesure de le faire. En faisant le présent financement maintenant, Molson désire se placer dans une situation telle qu'elle pourra tirer avantage des opportunités d'expansion de ses activités brassicoles au niveau international.

Les dirigeants de Molson croient qu'il est préférable d'organiser le financement avant de faire une acquisition plutôt que de le faire après, avec un effet de levier prononcé, et d'être ensuite à la merci du marché pour remplacer le financement initial. Cette dernière façon de procéder a d'ailleurs créé des difficultés financières sérieuses à bon nombre de sociétés au cours des dernières années. M. Stuart L. Hartley, vice-président exécutif et chef de la direction financière, a témoigné en ce sens lors de l'audience.

Au Directeur de l'Information qui s'inquiète du fait que l'information présentée au prospectus, qui aura servi à la prise de décision, va nécessairement changer si la société fait une acquisition, les procureurs de Molson répondent que certes l'information va changer, mais que ni le Directeur ni la Commission ne devraient s'en inquiéter. Les investisseurs achètent des titres en sachant que de tels changements peuvent survenir et ils seront déclarés en temps opportun comme la Loi l'exige. Il est impensable que la Commission empêche les sociétés de faire des financements légitimes parce qu'elle s'inquiète que par suite de l'utilisation des fonds ainsi recueillis, la situation de ces sociétés peut changer. Dans le présent cas, les investisseurs ont à décider s'ils veulent investir dans une société bien établie, dirigée par des personnes qui ont fait leurs preuves et désireuse de donner de l'expansion à son activité principale. M. Tony Fell, président de RBC Dominion Securities, a témoigné de la confiance du marché dans ces placements, compte tenu du succès auprès des investisseurs jusqu'à maintenant.

Selon les procureurs de Molson, la description de l'emploi du produit du placement est adéquate: elle indique les objectifs d'expansion des activités brassicoles internationales de Molson et l'utilisation des sommes recueillies à cette fin. Comme aucun engagement n'a à l'heure actuelle encore été pris, il est impossible de préciser davantage. De plus, si une acquisition à l'échelle internationale n'a pas lieu, les débentures seront rachetées et le financement par le fait même sera réduit de moitié. Le produit du placement des actions servira alors à l'expansion des autres activités principales de Molson. Les procureurs soulignent enfin que les prospectus ont été acceptés dans les autres provinces.

Observations de la Commission

La norme à suivre dans la description de l'emploi du produit est édictée à la rubrique 5 de l'annexe IV du Règlement:

> *«Indiquer le produit net que l'émetteur prévoit retirer du placement des titres émis, les emplois principaux envisagés pour cette somme et les fonds prévus pour chacun de ces emplois.»*

Il s'agit de déterminer si, en l'espèce, l'information donnée par l'émetteur satisfait à cette norme.

Il convient d'abord de relever que, sous la rubrique «Événements récents», les prospectus indiquent la possibilité d'une acquisition importante à l'extérieur du pays; sous la rubrique «Emploi du produit», on apprend que, dans l'éventualité d'une telle acquisition, les sommes recueillies vont servir à cette fin. L'émetteur n'ayant pas encore pris d'engagement, ni même entamé des négociations en vue de cette acquisition, il serait difficile de fournir une information plus détaillée. D'ailleurs, il n'est pas impossible que l'émetteur ne fasse pas d'acquisition à l'extérieur du pays au cours des prochains mois, et c'est la raison pour laquelle les débentures viennent à échéance dans un an. Dans cette éventualité, le placement ne serait en définitive que de 150 millions (puisque les débentures seraient rachetées) et cette somme servirait à l'expansion des activités actuelles de l'émetteur ainsi qu'à des acquisitions au pays dans des domaines d'activités semblables à celui de l'émetteur.

L'information exigée concernant l'emploi du produit a pour premier objet d'obliger l'émetteur à fournir des renseignements suffisants concernant l'utilisation effective qu'il compte faire de ces fonds; dans ces conditions, on peut difficilement reprocher à un émetteur de ne pas fournir une information qu'il n'est pas en mesure de fournir, parce qu'il n'est pas suffisamment avancé dans la réalisation d'une opération et la Commission n'interviendra généralement pas pour exiger que l'émetteur attende d'être plus avancé dans la réalisation de cette opération afin qu'il soit en mesure de fournir l'information sur l'emploi du produit du placement.

Il pourra cependant arriver que la Commission exige de l'émetteur qu'il attende d'être plus avancé dans la réalisation d'une opération, particulièrement dans le cas d'un premier appel public à l'épargne, ou

d'émetteurs de petite taille ou d'existence récente, parce qu'elle estime que l'investisseur dispose de si peu d'information qu'on lui demande de miser aveuglément sur la capacité des dirigeants, non encore prouvée.

Dans le présent dossier, il s'agit d'un émetteur important, bien suivi par les analystes, qui exerce son activité depuis de très nombreuses années. Les quelques données suivantes, pour l'exercice terminé le 31 mars 1990, donnent une idée de son importance: un chiffre d'affaires de plus de deux milliards et demi, des bénéfices avant postes extraordinaires de 107 millions, soit 3,25 $ par action, un avoir des actionnaires de plus de 725 millions et un rendement de l'avoir des actionnaires de 17,3 %. La direction a décidé d'accroître les activités brassicoles de la société hors de l'Amérique du Nord, ce qui présente, certes, un changement important pour la société, mais un changement qui n'est pas d'une importance telle qu'on doive exiger de la société qu'elle attende d'être plus avancée dans la réalisation de son projet avant de faire un appel public à l'épargne. La question du moment d'un appel public à l'épargne relève de la direction de la société et ce n'est que pour des motifs très graves que la Commission acceptera d'intervenir.

Enfin, la Commission ne croit pas que les motifs invoqués par le Directeur de l'Information soient si graves qu'ils justifient d'empêcher les investisseurs du Québec d'investir dans des titres qui sont placés dans toutes les autres provinces du Canada.

Décision

En conséquence, après avoir entendu les parties lors de l'audience, la Commission révise les décisions N° 1115-I-90 et N° 1116-I-90 du 19 juillet 1990 du Directeur de l'Information étant d'avis que, dans les circonstances particulières du présent dossier et de l'ensemble de l'information contenue aux prospectus de Les Compagnies Molson Limitée, la description de l'emploi du produit est suffisante. Le Directeur pourra donc viser les deux prospectus lorsque les copies signées seront déposées.

Le dispositif de cette décision a été communiqué aux parties, après l'audience, le 19 juillet 1990.

Ressources Graphicor Inc.[1]

La Commission des valeurs mobilières du Québec a tenu une audience publique, le 28 février 1991, à la requête de la société, en vue de réviser la décision du 26 février par laquelle le Directeur des Affaires juridiques refusait d'apposer le visa sur le prospectus concernant le placement auprès des actionnaires de droits de souscription de 5 691 018 actions ordinaires au prix unitaire de 1 $.

Bien qu'en soi, théoriquement, une offre de droits proposée à tous les actionnaires ne présente pas d'élément de discrimination, dans le cas présent le caractère équitable de l'émission proposée doit tenir compte de ses effets sur les parties en présence. Les actionnaires minoritaires, notamment, sont appelés à investir de nouveaux fonds pour éviter une diminution et une dilution de leur avoir individuel et collectif. De plus, leur intérêt n'est pas le même que celui des actionnaires majoritaires qui ont des relations commerciales avec l'émetteur. La situation serait toutefois plus simple si les actions étaient négociées sur un marché organisé car alors le détenteur pourrait choisir de disposer des droits à leur valeur marchande.

De plus, dans le cas présent, les modalités du plan de financement annoncé ont contribué dans une large mesure à présenter l'affaire sous un angle subjectif et négatif. Force est de constater que le plan retenu n'est pas idéal. La juxtaposition d'une consolidation des actions à raison d'une pour cent, et de droits émis à l'équivalent d'un cent par action ancienne, et à raison de 29 droits pour une action, a de quoi provoquer la consternation. Toute autre combinaison aurait été plus acceptable quoique, a priori, cela ne constitue qu'une répartition différente d'une même assiette. Au prorata, rien ne change si tous les actionnaires participent. S'il y a abstention partielle ou totale, l'impact de la dilution peut affecter sérieusement les minoritaires. L'émetteur aurait avantage à considérer une modification au ratio ou au prix de l'offre de droits, ce qui aurait pour effet de remédier à ces problèmes réels de perception. Ces problèmes ont été créés non seulement par la consolidation, mais aussi par la base d'évaluation qui sous-tend le prix de 1 $ l'action (soit 0,01 $ avant consolidation) qui semble refléter uniquement une valeur de liquidation, qui apparaît peu réaliste dans le cadre d'un financement visant justement à rendre la société en état d'exploitation.

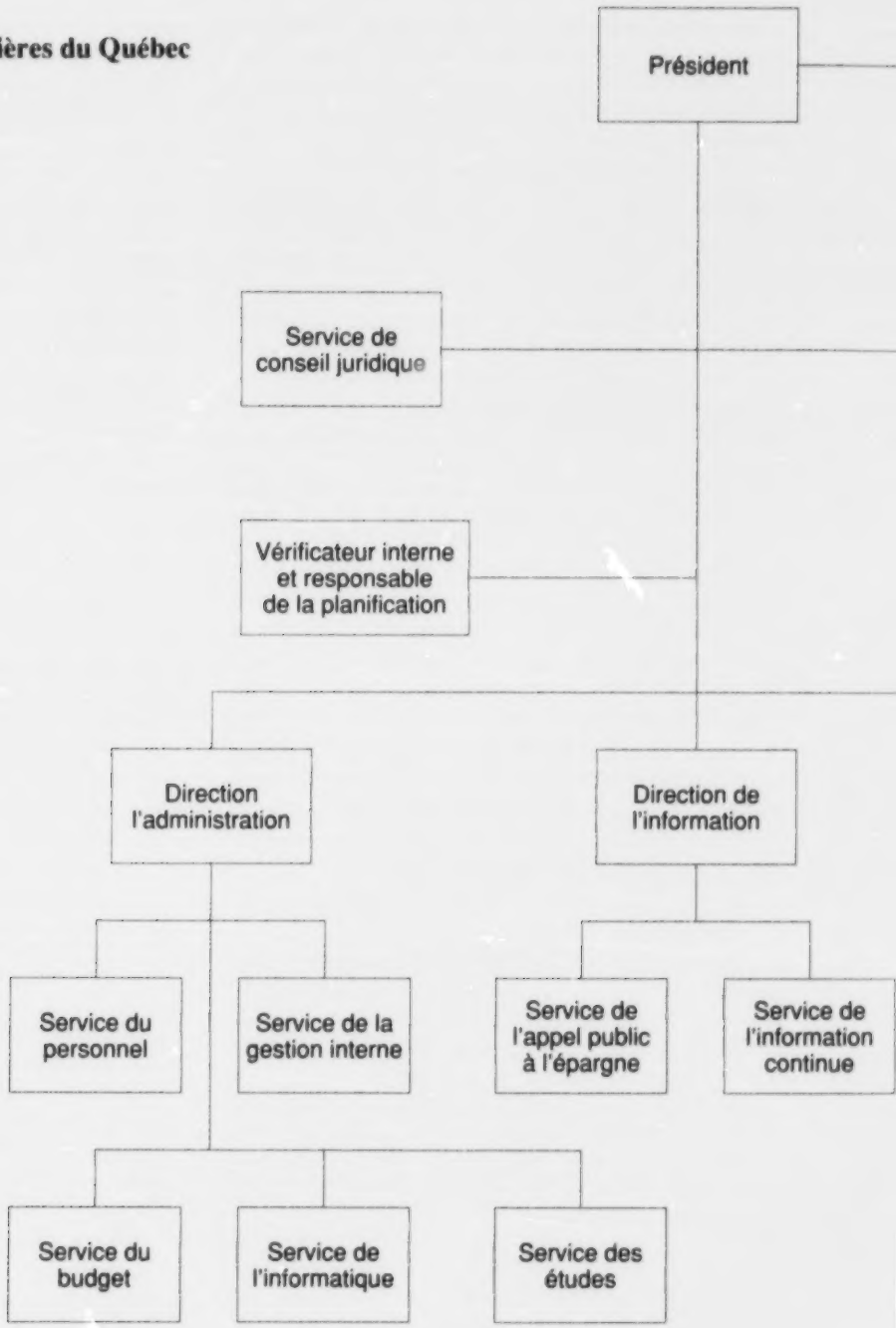
Nous avons pris en considération l'ensemble du dossier tel qu'il se présente, et la balance des inconvénients. Refuser le visa du prospectus équivaudrait à empêcher que les actionnaires minoritaires aient une alternative, dans les circonstances. Nous croyons que l'intérêt des épargnants commande que nous permettions qu'ils aient l'occasion de faire leur choix.

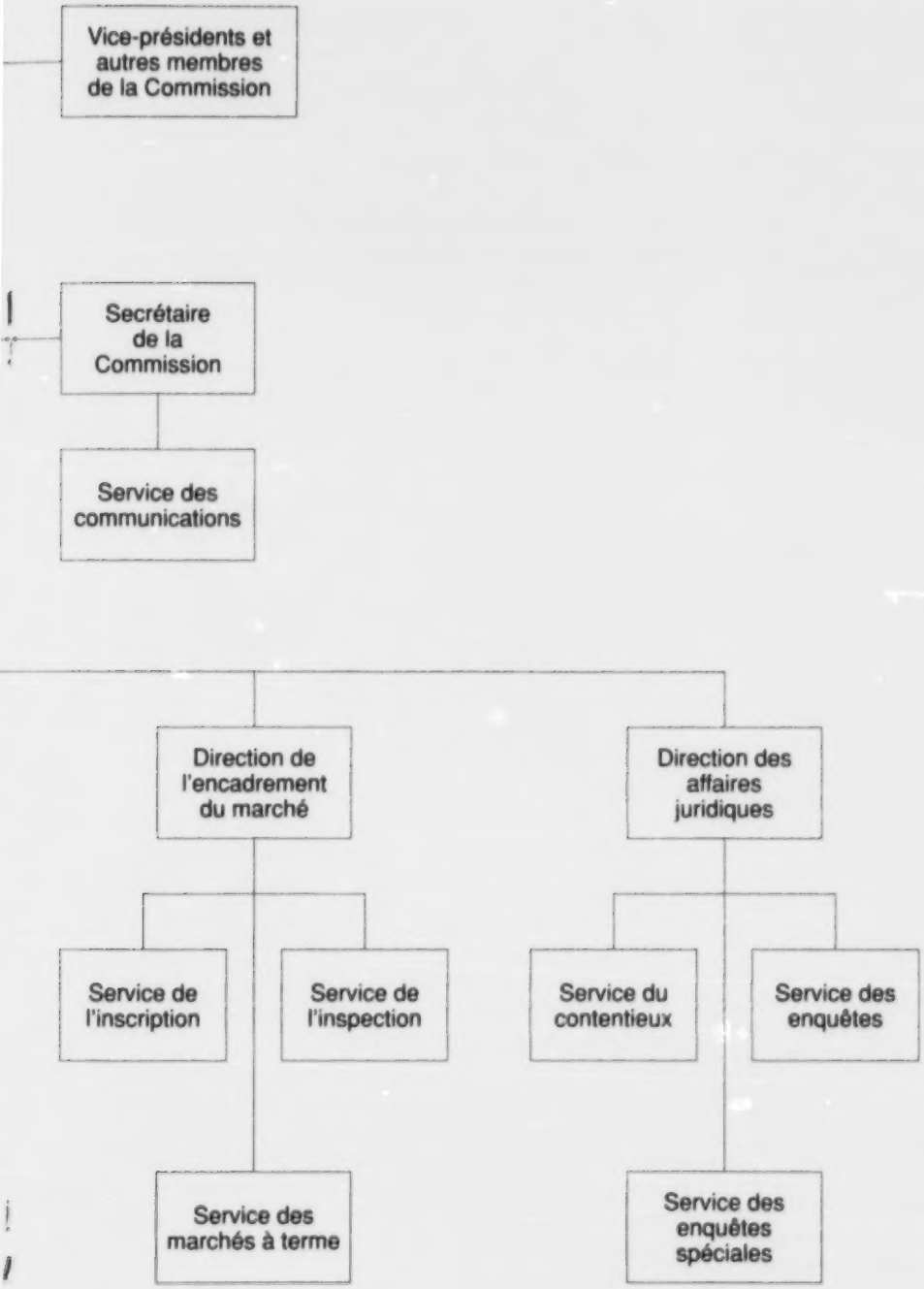
Décision

La Commission décide qu'il n'y a pas lieu dans les circonstances de refuser d'octroyer le visa du prospectus. En conséquence, la Commission révise la décision n° 0200-I-91 rendue par le Directeur et lui retourne le dossier afin qu'il accorde le visa lorsque

1 M. Maurice Cusson, c.a., M. Roland Côté, f.c.a., et M. Gérard M. Beaulieu - Décision n° 91-C-0046, le 1er mars 1991

Organigramme
Commission des valeurs mobilières du Québec




Vice-présidents et autres membres de la Commission
Secrétaire de la Commission
Service des communications
Direction de l'encadrement du marché
Direction des affaires juridiques
Service de l'inscription
Service de l'inspection
Service du contentieux
Service des enquêtes
Service des marchés à terme
Service des enquêtes spéciales

par ailleurs le prospectus définitif satisfera à toutes les autres exigences réglementaires, y compris la mise à jour des modifications déjà discutées et convenues, mais aux conditions suivantes:

1) L'émetteur devra faire état adéquatement, en plus des facteurs de risque déjà abondamment exposés, des éléments positifs qui le portent à croire que, suite au placement des droits de souscription, la société deviendra rentable. Il devra fournir à ce sujet l'information pertinente utile à la prise de décision des actionnaires minoritaires qui ne bénéficient pas du même accès à toutes les études et prévisions que les actionnaires importants qui sont représentés directement au conseil d'administration et qui ont passé un contrat de souscription garantie.

2) Le prospectus devra comporter une recommandation aux actionnaires de consulter leur courtier ou un conseiller en valeurs de leur choix afin de les aider à analyser les faits en vue de prendre une décision rationnelle éclairée plutôt que fondée sur des impressions.

Dispense d'inscription à titre de courtier et dispense de prospectus dans le cadre du placement de titres à l'étranger par l'intermédiaire du ministère du Tourisme de la province de Québec en application de son programme d'aide à la prospection d'investissements destinés à l'industrie touristique québécoise (»P.A.P.I.»)[1]

NOTE: La Commission a procédé à un examen de l'application de la Loi sur les valeurs mobilières aux placements de titres effectués par l'intermédiaire du ministère du Tourisme dans le cadre du P.A.P.I.. La Commission est disposée à apporter certains allégements aux obligations qui seraient autrement imposées par les dispositions applicables.

En premier lieu, par l'application de l'article 148 de la Loi, toute personne qui exerce l'activité d'intermédiaire dans les opérations sur valeurs ou qui fait du démarchage relié à cette activité, exerce l'activité de courtier pour laquelle elle doit être inscrite à ce titre auprès de la Commission. La Commission consent à accorder une dispense générale d'inscription à titre de courtier au ministère du Tourisme du Québec pour l'exercice de son activité dans le cadre du P.A.P.I. La Commission consent également à accorder une dispense générale de l'inscription prévue à l'article 149 de la Loi, aux personnes physiques, à savoir le personnel du ministère, qui exercent l'activité de courtier pour le compte du ministère du Tourisme.

En second lieu, par application de l'article 12 de la Loi, tout placement à l'étranger fait à partir du Québec, qu'il s'agisse de titres d'un émetteur qui n'est pas soumis à la loi québécoise ou de titres d'un émetteur assujetti, doit normalement donner lieu à l'établissement d'un prospectus, sous réserve du pouvoir de dispense prévu à la Loi. La Commission consent une dispense générale de prospectus pour les placements faits à l'étranger par l'intermédiaire du ministère du Tourisme québécois dans le cadre du P.A.P.I., pourvu que le coût total de souscription ou d'acquisition par personne, soit conforme au coût établi suivant les dispositions de l'article 51 de la Loi qui prévoit une dispense de prospectus en raison de la nature d'un placement.

Cette dispense est assortie de la condition qu'un document d'information, de forme libre, soit remis aux souscripteurs par le personnel du ministère du Tourisme qui exerce l'activité de courtier. Ce document devra stipuler que la cession, au Québec, de la totalité ou d'une partie des titres ainsi acquis devra être soumise à l'approbation préalable de la Commission des valeurs mobilières du Québec.

ATTENDU que le ministère du Tourisme québécois, dans le cadre du P.A.P.I., exerce l'activité de courtier;

ATTENDU que le personnel du ministère du Tourisme exerce l'activité de courtier pour le compte de celui-ci;

ATTENDU que des investissements étrangers peuvent donner lieu à des placements de titres pour lesquels un prospectus doit être établi;

ATTENDU que la Commission doit apposer son visa sur un prospectus ainsi établi;

ATTENDU que la Commission peut, en vertu de l'article 263 de la Loi, dispenser toute personne des obligations prévues au titre deuxième et au titre cinquième de la Loi, lorsqu'elle estime que cette dispense ne porte pas atteinte à la protection des épargnants;

EN CONSÉQUENCE, la Commission accorde les dispenses suivantes:

- d'inscription à titre de courtier le ministère du Tourisme et son personnel pour l'exercice de leur activité dans le cadre du P.A.P.I.;
- de prospectus pour le placement, à partir du Québec, de titres à l'étranger, dont le coût total de souscription ou d'acquisition par personne est conforme au coût établi suivant les dispositions de l'article 51 de la Loi sur les valeurs mobilières (L.R.Q., chap. V-1.1). La dispense est accordée à la condition que le placement soit effectué par l'intermédiaire du ministère du Tourisme québé-

1 Me Paul Fortugno, c.r., Me Guy Lemoine, M. Maurice Cusson, c.a., et M. Roland Côté, f.c.a. – Décision n° 91-C-0058, le 15 mars 1991

cois dans le cadre du P.A.P.I., et que celui-ci remette aux souscripteurs un document d'information dans lequel il sera stipulé que la cession au Québec de la totalité ou d'une partie de ces titres devra être soumise à l'approbation de la Commission des valeurs mobilières du Québec.

– *L'information continue*

Dispense de présenter au rapport annuel l'information prévue à l'annexe VII[1]

Attendu que les fonds d'investissement à capital fixe présentent, du point de vue financier, des caractéristiques très semblables à celles des fonds communs de placement ou des sociétés d'investissement à capital variable;

Attendu que les fonds communs de placement et les sociétés d'investissement à capital variable sont dispensés de présenter dans leur rapport annuel l'information prévue à l'annexe VII en vertu de l'article 119.3 du Règlement;

Attendu que le supplément d'information exigé par l'annexe VII ne présente pas d'intérêt dans le cas des fonds d'investissement à capital fixe;

La Commission dispense les fonds d'investissement à capital fixe de l'obligation de présenter dans leur rapport annuel l'information prévue à l'annexe VII à la condition qu'ils y présentent celle prévue à l'article 119.4 du Règlement.

La présente décision prend effet le 20 décembre 1990.

– *Les offres publiques*

Dispense d'application de la réglementation des offres publiques pour certains achats en bourse[2]

Considérant que le 1er septembre 1989, la Bourse de Montréal a déposé auprès de la Commission des modifications introduisant de nouvelles normes concernant les offres publiques d'achat en bourse et les achats dans le cours normal des activités: d'une part, modification de la Règle Douze (modifications des articles 12001, 12005 et 12014, abrogation du paragraphe 2 de l'article 12002), d'autre part, modifications aux articles 3, 4 et 8 de la politique I-12;

Considérant que les modifications ont été adoptées par le Comité des gouverneurs sur recommandation de la Commission;

Considérant que le 21 septembre 1989, par sa décision n° 89-C-0305, la Commission approuvait, entre autres, en vertu de l'article 177 de la Loi, les modifications à la Règle Douze et à la politique I-12 de la Bourse de Montréal;

Considérant que l'article 12014 est à l'effet de modifier les règles prévues par la dispense prévue à l'article 120 de la Loi;

Considérant qu'en vertu du troisième alinéa de l'article 120 de la Loi, les nouvelles règles ne s'appliquent qu'à compter de leur approbation par la Commission après tenue d'une audience publique;

Considérant que le 1er septembre 1989, la Commission invitait toute personne intéressée à lui soumettre des observations sur ces modifications;

Considérant qu'aucune observation n'a été déposée auprès de la Secrétaire de la Commission;

Considérant que la Commission a prononcé la décision n° 90-C-0107, datée du 9 avril 1990, à l'effet qu'elle convoquait une audience publique le 23 avril 1990, à 9 h 30, concernant l'approbation de l'Article 12014 de la Règle Douze de la Bourse de Montréal;

Considérant qu'une audience publique a été tenue au siège de la Commission le 23 avril 1990;

Considérant que la Bourse de Montréal ne s'est pas opposée à l'approbation de l'article 12014 de la Règle Douze de la Bourse de Montréal;

Considérant que le seul intervenant extérieur à la Commission n'a pas formulé d'objection de principe concernant cette approbation;

Considérant que cette approbation est nécessaire pour favoriser le bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières et assurer la protection des épargnants;

Vu les articles 120, 276 et 318 de la Loi;

En conséquence, la Commission approuve l'article 12014 de la Règle Douze de la Bourse de Montréal.

En outre, à la suite de l'audience, la Commission rapporte la décision provisoire n° 90-C-0107, datée du 9 avril 1990.

---

1 Me Paul Fortugno, c.r., et Me Guy Lemoine – Décision n° 90-C-0334, le 6 décembre 1990

2 M. Maurice Cusson, c.a., Me Guy Lemoine et M. Roland Côté, f.c.a. – Décision n° 90-C-0123, le 23 avril 1990

2425-4526 Québec Inc., Caisse de dépôt et placement du Québec, Société québécoise d'initiatives pétrolières et Noverco Inc.[1]

Objet de l'audience

Les procureurs de la société 2425-4526 Québec Inc. (ci-après la société 2425) ont demandé à la Commission des valeurs mobilières du Québec, en vertu de l'article 263 de la Loi sur les valeurs mobilières (L.R.Q., c. V-1.1), une dispense de l'application des dispositions des chapitres III et IV du titre IV de la Loi, dans le cadre de l'acquisition indirecte, par le biais de transferts, de 53,15 % des actions en circulation de la société Noverco Inc. On demande également une dispense d'application des articles 142.1 et 145 de la Loi concernant l'octroi d'une option d'achat et d'une option de vente par lesquelles le Groupe Canam Manac Inc. (ci-après le Groupe Canam) disposera du droit de vendre selon une formule prédéterminée et la Caisse de dépôt et placement du Québec (ci-après la Caisse) et la Société québécoise d'initiatives pétrolières (ci-après SOQUIP) disposeront du droit d'acheter, selon la même formule, toutes les actions détenues par le Groupe Canam dans le capital-actions de la société 2425. Ces transferts et l'octroi de ces options précéderaient le lancement d'une offre publique d'achat par la société 2425 visant l'acquisition au comptant de la totalité des actions ordinaires de Noverco.

L'audience a eu lieu le 23 avril 1990.

Les faits

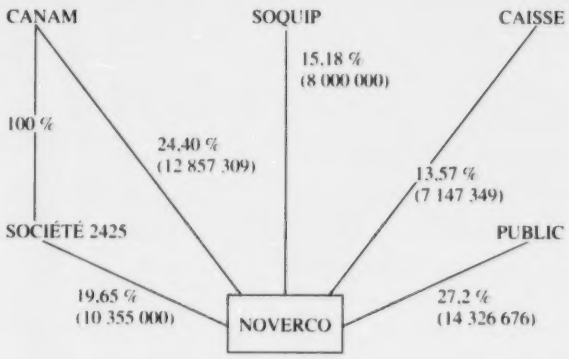
La société Noverco Inc. est un émetteur assujetti, constitué en vertu de la Partie I de la Loi sur les compagnies (L.R.Q., c. C-38) et continué sous la Partie IA de la Loi sur les compagnies en avril 1986. Le siège social de Noverco est situé au Québec et ses actions ordinaires sont inscrites et négociées à la Bourse de Montréal et à la Bourse de Toronto. Noverco comptait 52 686 334 actions ordinaires en circulation dont 44 185 508 étaient détenues au 8 mars 1990 par 5 290 résidents du Québec à l'exception des actions détenues par la Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs Limitée.

D'autre part, la société 2425 a été constituée le 23 décembre 1986 en vertu de la Partie IA de la Loi sur les compagnies et détient 10 355 000 actions de Noverco représentant 19,65 % des actions en circulation. L'unique activité de la société 2425 est de détenir des actions de Noverco au bénéfice du Groupe Canam. Cette dernière détient l'ensemble des actions ordinaires, privilégiées A et privilégiées B en circulation de la société 2425.

Le Groupe Canam détient aussi directement 12 857 309 actions de Noverco, ce qui représente 24,4 % des actions en circulation. Le Groupe Canam exerce donc une emprise directe et indirecte à l'égard de 23 212 309 actions de Noverco, soit 44,15 % des actions en circulation.

La Caisse et SOQUIP détiennent respectivement 7 147 349 et 8 000 000 d'actions de Noverco.

Le schéma qui suit résume l'emprise des différents porteurs de titres de Noverco:



La société 2425, SOQUIP et la Caisse ont signé en décembre 1986 une convention entre actionnaires visant entre autres la composition du conseil d'administration de la société Noverco et de ses filiales proportionnelle au nombre d'actions ordinaires de Noverco détenues, l'établissement d'un droit de premier refus et un droit de préemption sur toute nouvelle émission d'actions de la société Noverco. En juin 1988, une deuxième convention entre actionnaires a été conclue entre la société 2425, SOQUIP et la Caisse réitérant quelques-unes des principales dispositions de la convention de 1986 en plus d'en réviser sur d'autres aspects.

Avant que la société 2425 lance une offre publique d'achat sur les actions de Noverco, le Groupe Canam, la Caisse et SOQUIP désirent transférer l'ensemble des actions de Noverco qu'ils détiennent, au prix de 14,50 $, à la société 2425 afin qu'elle soit détenue par le Groupe Canam à 50 %, par SOQUIP à 25 % et par la Caisse à 25 %. Une fois ces transferts effectués la société 2425 détiendra 38 359 658 actions de la société Noverco représentant 72,8 % des actions en circulation.

---

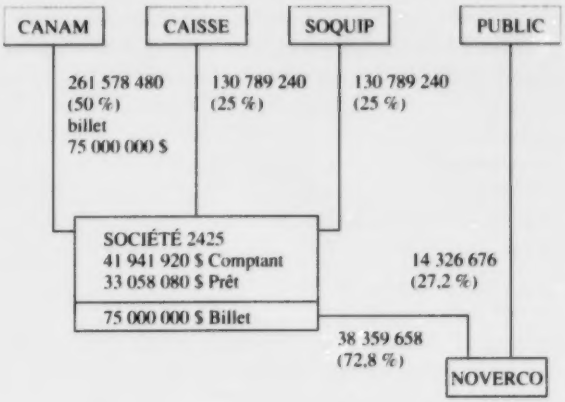
1 Me Paul Fortugno, c.r., M. Maurice Cusson, c.a., Me Guy Lemoine, M. Roland Côté, f.c.a., et M. Marcellin Tremblay – Décision n° 90-C-0124, le 31 octobre 1990

D'une manière globale, la modification ci-dessus sera réalisée de la façon suivante. Tout d'abord, le capital-actions de la société 2425 sera modifié de sorte que seules les actions ordinaires A demeurent émises et en circulation. Les actions ordinaires et privilégiées de la société 2425 présentement détenues par le Groupe Canam seront converties en 141 798 589 actions ordinaires A. Le Groupe Canam transférera ses 12 857 309 actions de Noverco au prix de 14,50 $ l'action et recevra 105 234 891 actions de la société 2425 et un billet au montant de 75 000 000 $ payable au moment de l'offre. Le Groupe Canam se fera également émettre un dividende en actions de 14 545 000 $ sous forme de 14 545 000 actions, ce qui porterait le nombre d'actions détenues par le Groupe Canam dans le capital de la société 2425 à 261 578 480 actions.

Dans le but d'équilibrer les participations dans la société 2425, la Caisse et SOQUIP souscriront chacune tout d'abord 130 789 240 actions de la société 2425 au prix de 1,00 $ l'action. SOQUIP et la Caisse transféreront respectivement par la suite leurs 8 000 000 et 7 147 349 actions de la société Noverco qu'elles détiennent présentement à la société 2425 au prix de 14,50 $ l'action, soit un montant de 116 000 000 $ pour SOQUIP et de 103 636 560 $ dans le cas de la Caisse. La souscription excédentaire, soit un montant de 41 941 920 $, sera affectée au paiement du billet émis au Groupe Canam. La société 2425 empruntera la somme de 33 058 080 $ pour régler le solde de ce billet. L'ensemble de ces opérations a pour effet d'équilibrer les participations du Groupe Canam, de la Caisse et de SOQUIP dans le capital de la société 2425.

En effet, ces transferts préalables, par l'intermédiaire de la société 2425, ont pour résultat de réduire la participation du Groupe Canam de 4 032 480 actions [(12 857 309 + 10 355 000) – (50 % x 38 359 658)] au bénéfice de ses partenaires; le prix de 75 000 000 $ correspond à 14,50 $ l'action plus l'équivalent de la dette résiduelle assumée par la société 2425 [(4 032 480 x 14,50 $) + (50 % x 33 058 080 $)]. Il est utile de noter que les requérants emploient pour les fins de calcul de levée de l'option un transfert réputé 5 172 414 actions en faveur de SOQUIP et de la Caisse. Ce transfert réputé a pour but de simplifier la formule, en éliminant le besoin de tenir compte de la dette résiduelle.

Le schéma qui suit résume l'emprise de ces différents participants, après cette réorganisation mais avant l'offre publique d'achat:



Afin de prévoir la gouverne des affaires de la société 2425, le Groupe Canam, SOQUIP et la Caisse ont l'intention de conclure une nouvelle convention d'actionnaires qui aurait pour effet d'annuler les conventions de 1986 et de 1988. En outre, la nouvelle convention prévoirait une représentation proportionnelle au sein du conseil d'administration de la société 2425, un droit de premier refus et la règle de l'unanimité pour toutes les décisions relatives aux affaires de la société 2425.

Le principal problème soulevé par cette convention est l'inclusion d'une option de vente en faveur du Groupe Canam et d'une option d'achat en faveur de SOQUIP et de la Caisse, pour la totalité des actions de la société 2425 détenues par le Groupe Canam, dont le prix de levée est fonction d'un rendement fixé selon le taux de base. Les parties peuvent lever l'option entre le 1er juillet 1991 et le 31 mars 1993, sur préavis de trois mois, à un prix fixé selon une formule déterminée.

La formule fonctionne comme suit: i) 275 108 399 $ (soit 18 039 895 actions multiplié par 15,25 $), plus ii) l'intérêt sur le montant en (i) à un taux égal au taux de base depuis la première date de paiement au public ayant déposé dans le cadre de l'offre jusqu'à la clôture, moins iii) les dividendes déclarés par l'initiateur au bénéfice du Groupe Canam et de ses filiales le cas échéant, depuis la première date de paiement au public ayant déposé dans le cadre de l'offre jusqu'à la clôture, moins iv) les intérêts sur les dividendes mentionnés en (iii) à un taux égal au taux de base à compter de leur date de paiement respective jusqu'à la clôture, moins v) l'intérêt sur le montant de 75 000 000 $ (soit 5 172 414 actions multiplié par 14,50 $) payé au Groupe Canam à un taux égal au taux de base à compter de la date du paiement de ce montant jusqu'à la première date de paiement au public

ayant déposé dans le cadre de l'offre, plus vi) 3 879 310 $ (soit 5 172 414 actions multiplié par 0,75 $), plus vii) l'intérêt sur le montant mentionné en (vi), à un taux égal au taux de base depuis la première date de paiement au public ayant déposé dans le cadre de l'offre jusqu'à la clôture, le tout avec un ajustement relatif aux intérêts pour la dernière période de 45 jours. Le taux de base signifie le taux de base, qui varie de temps à autre, auquel la banque consent des prêts commerciaux en dollars canadiens à ses clients présentant le meilleur crédit. Le taux de base est calculé et capitalisé mensuellement.

En résumé, la levée de l'option se ferait au même prix que le montant versé aux actionnaires ayant déposé lors de l'offre publique plus un montant d'intérêt égal au taux de base depuis le paiement de l'offre moins le rendement que le Groupe Canam obtiendra par le biais de dividendes déclarés par la société 2425. De plus, il faut signaler que certains ajustements sont faits pour refléter la différence entre le montant payé lors des transferts, soit 14,50 $ par action, et le montant payé aux actionnaires ayant déposé dans le cadre de l'offre.

L'effet net de cette formule complexe quant au prix de levée de l'option choisie est d'octroyer essentiellement au Groupe Canam un montant de base, excluant tous les ajustements subséquents pour tenir compte d'intérêts et de dividendes, équivalent à 15,25 $ pour chaque action détenue à l'origine soit [(275 108 399 $ + 75 000 000 $ + 3 879 310 $) - 23 212 309], alors que les transferts au moment de l'offre représentent 14,50 $ par action soit [(261 578 480 $ + 75 000 000 $) - 23 212 309].

Le but de l'offre publique sera de permettre à la société 2425 de détenir la totalité des actions de Noverco pour ainsi transformer cette dernière en société fermée. Suite à cette transformation en société fermée, la société 2425 envisage de faire en sorte que l'entreprise de Gaz Métropolitain, Inc. et certains autres éléments d'actif de Noverco soient transférés à une société en commandite à être formée.

Argumentation du Directeur de l'information

Le procureur de la Direction de l'information a soutenu que les modalités de la convention d'actionnaires créaient une inégalité entre les porteurs et qu'en ce sens celle-ci contrevenait à la lettre et à l'esprit de l'article 145 de la Loi et par conséquent était contraire à l'intérêt public. Il a précisé que l'article 145 de la Loi établit un principe fondamental dans le domaine de la réglementation des offres publiques d'achat. L'article 145 énonce ce qui suit:

> *« 145. L'initiateur et ses alliés doivent offrir les mêmes conditions à tous les porteurs de titres de la catégorie sur laquelle porte l'offre.*
>
> *Toute convention qui aurait pour effet de créer une inégalité entre les porteurs est interdite tant à l'initiateur qu'à ses alliés. »*

Me Lorrain a insisté sur le fait que l'article 145 de la Loi énonce un principe d'égalité des porteurs et non une simple équivalence ou un traitement équitable.

Il est d'avis que seul le principe d'égalité ou, exceptionnellement, le principe d'équivalence assure la protection des épargnants. Adopter une autre règle consacrerait le principe d'inégalité. Il souligne que le principe du caractère équitable n'a pas été reconnu par les autorités canadiennes en valeurs mobilières et que son adoption aurait un impact négatif à l'égard de la protection des épargnants.

Il soutient que la Commission doit suivre le principe établi dans l'affaire *Cineplex Odeon Corporation* (Décision n° 89-C-0149, 19 mai 1989) et ainsi n'accorder une telle dispense qu'à titre exceptionnel. Dans cette affaire la Commission soulignait ce qui suit:

> *« Or les dispenses prévues par la Loi constituent un régime d'exception qui permet à certaines personnes d'échapper aux obligations qui leur seraient autrement imposées. Lorsqu'elles dérogent à un principe fondamental, comme dans la présente affaire où l'article 123 permet des ententes privées à certaines conditions, par dérogation au principe de l'égalité de traitement des actionnaires, les dispositions d'exception s'interprètent de façon restrictive. » (pages 4 et 5)*

Me Lorrain soumet que la Commission ne doit pas seulement exiger que la valeur offerte soit égale, mais que tous les éléments de la contrepartie soient les mêmes. Le principe d'égalité ou, à titre exceptionnel, l'équivalence sont les seules règles susceptibles d'assurer une protection adéquate des épargnants. Il ne conteste pas que la Commission puisse accorder une dispense d'application dans des situations exceptionnelles.

Des exemples de telles situations peuvent être le fait d'offrir une contrepartie différente aux actionnaires américains ou une inégalité imposée par les documents constitutifs de la société. Le procureur de la Direction a invoqué l'affaire *Torstar Corporation and Harlequin Enterprises Limited* (Décision du 28 mai 1981, 1981 O.S.C.B. 62C). Dans cette affaire, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a permis à la société Torstar Corporation (l'initiateur) de proposer aux porteurs américains une contrepartie en espèces de 30,00 $ pour chacune des actions de la société Harlequin Enterprises Limited (la société visée) tandis que les porteurs canadiens recevaient une contrepartie en titres et en espèces. L'initiateur a invoqué deux motifs à l'appui de sa demande. Premièrement, ses documents constitutifs imposent des limites à l'égard du contrôle canadien de son

capital; deuxièmement, étendre la même offre canadienne aux citoyens américains imposerait des obligations et des coûts et inconvénients considérables pour l'initiateur qui serait alors tenu de satisfaire à toutes les conditions d'inscription requises. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a accédé à la requête de l'initiateur. Me Lorrain prétend que dans le présent dossier, nous ne sommes pas en présence de tels motifs et que la présente demande de dispense devrait par conséquent être refusée.

La Direction de l'information a invoqué qu'un taux mensuel composé de 14,25 %, soit le taux de base en vigueur à la date de l'audience, permettra au Groupe Canam de recevoir sur une base annuelle un rendement de 15,2 %. Le Groupe Canam serait ainsi en mesure d'obtenir un montant de 17,57 $ après une période d'un an. Me Lorrain soumet que les autres actionnaires ne peuvent recevoir un tel rendement à l'égard de leur capital et qu'aucune comparaison n'est possible entre le traitement accordé à ceux-ci et le traitement offert au Groupe Canam. Les autres actionnaires peuvent tout au plus espérer obtenir le rendement offert par les actions privilégiées de la meilleure catégorie qu'il estime à 9 %, ce qui donne 1,37 $ pour un an, sur le montant de 15,25 $ reçu. Dans un tel contexte, la Direction est d'avis que le Groupe Canam ne devrait pas obtenir plus de 9 % de rendement annuel.

De l'avis de la Direction, la compensation payée à Canam pour être équivalente ne devrait pas excéder 1,37 $ l'action. Cette compensation n'étant pas équivalente et encore moins identique, Me Lorrain conclut que la dispense devrait être refusée.

Argumentation de la requérante

Me Giguère a insisté sur le fait que la situation de Canam et celle des autres actionnaires n'est pas comparable et que d'autre part, compte tenu de tous les éléments du dossier, le traitement accordé à tous les actionnaires est équitable.

La requérante soutient que les actionnaires minoritaires de Noverco ne peuvent être parties à une convention d'actionnaires et qu'il serait impossible de prévoir une option d'achat («call») en faveur de SOQUIP et de la Caisse à l'égard des actions détenues par le public investisseur. Une convention d'actionnaires est par ailleurs essentielle pour régir la participation des requérants au sein de la société 2425.

La société 2425 invite la Commission à considérer la transaction dans son ensemble et à rechercher si la méthode proposée est justifiable sur le plan économique, appropriée dans les circonstances et si elle respecte les objectifs de la Loi.

M. Daniel Paillé, premier vice-président aux participations de la Caisse, est venu témoigner que l'emploi du taux de base était parfaitement conforme aux usages qui prévalent au sein des marchés financiers (notes sténographiques p. 18). Le vice-président du Conseil d'administration et président de la division Énergie du Groupe Canam, M. Paul Gauthier, a témoigné que si Canam pouvait vendre immédiatement son placement dans Noverco, le produit de la vente servirait à rembourser des emprunts qui portent intérêts (notes sténo- graphiques p. 30). Celui-ci confirme que le taux des emprunts de Canam est approximativement le taux de base bancaire et il évalue la dette totale du Groupe Canam à environ 460 millions de dollars.

La requérante est d'avis que les actionnaires qui reçoivent immédiatement leur argent seront en mesure de liquider des emprunts qui sont sûrement au-dessus du taux de base et que par conséquent l'emploi du taux de base est pleinement justifié pour le calcul du prix de levée de l'option.

Par ailleurs, Me Giguère insiste sur le fait que la société 2425 et ses partenaires ont convenu de modifier la transaction proposée de la façon suivante, suite aux suggestions du personnel de la Commission, afin d'assurer le traitement le plus équitable possible:

i) dans l'éventualité où il y aurait encore des actionnaires minoritaires au sein de Noverco au moment de la levée de l'option, une offre publique d'achat serait faite à ces actionnaires aux mêmes conditions;

ii) si une telle offre était faite, les dispenses d'offre publique d'achat prévues à la Loi ne seraient pas utilisées par les requérants à cette époque;

iii) dans l'éventualité où l'on n'obtiendrait pas 90 % des actions dans le cadre de l'OPA projetée, la compagnie renonce au droit d'exproprier la minorité par voie de fusion ou autrement;

iv) on s'assurera que lors de la levée de l'option et de l'offre concomitante, le paiement aux actionnaires minoritaires soit fait à la même date que le paiement aux termes de la levée de l'option;

v) une offre serait faite aux actionnaires minoritaires, qu'il y ait ou non désaccord relativement à la levée de l'une ou l'autre option entre les actionnaires de la compagnie;

vi) on a convenu de ne pas modifier les dispositions de la convention de 1990 relativement à l'établissement du prix lors de la levée de l'option d'achat ou de l'option de vente, sans l'aval de la Commission.

Compte tenu des éléments du présent dossier et des engagements pris par les sociétés dans la présente transaction, la requérante prétend qu'elle a fait la preuve de son caractère équitable.

En réplique, Me Lacoste a admis que l'exposé de la théorie et de la jurisprudence à l'égard de l'égalité de traitement fait par son confrère de la Direction est rigoureusement exact. Il ajoute cependant que la Commission devrait permettre dans des situations exceptionnelles des dispenses d'application de l'article 145 de la Loi. Il plaide que nous sommes en présence d'une telle situation et que le pouvoir de dispense dont dispose la Commission doit être flexible pour s'adapter aux différentes situations.

Observations de la Commission

Il nous apparaît indispensable, avant de donner la position de la Commission sur la question en litige, de rappeler certains principes fondamentaux de la réglementation des offres publiques d'achat. Tout d'abord l'objectif premier du titre IV de la Loi est d'assurer la protection des intérêts des actionnaires de la société visée. Cet objectif ne peut être réalisé qu'à l'intérieur d'un cadre réglementaire qui favorise une information complète des actionnaires et un marché des valeurs efficace et équitable. Les conclusions du Rapport Kimber (Report of the Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario, mars 1965) ont encore une influence notable sur l'ensemble du cadre réglementaire des offres publiques d'achat. Il est utile de rappeler l'une de ses conclusions:

> *« 3.10 The Committee has concluded that the primary objective of any recommendations for legislation with respect to the take-over bid transaction should be the protection of the bona fide interests of the shareholders of the offeree company. Shareholders should have made available to them, as a matter of law, sufficient up-to-date relevant information to permit them to come to a reasoned decision as to the desirability of accepting a bid for their shares. In arriving at its conclusions, however, the Committee attempted to ensure that its recommendations would not unduly impede potential bidders or put them in a commercially disadvantageous position vis-à-vis an entrenched and possibly hostile board of directors of an offeree company. » (p. 22)*

Le rapport des praticiens (Report of the Committee to Review the Provisions of the Securities Act (Ontario) Relating to Take-Over Bids and Issuer Bids, 23 septembre 1983) adopte la même approche. La Commission doit assurer une protection efficace des actionnaires de la société visée sans pour autant restreindre de façon indue le lancement d'offres publiques d'achat. Cet équilibre est important lorsqu'on songe au bénéfice potentiel des offres publiques d'achat pour l'économie comme catalyseurs de synergies pour assurer une meilleure affectation des ressources économiques. Les offres publiques d'achat peuvent également permettre de réduire les coûts d'agence liés à la séparation de la propriété et du contrôle et sont ainsi un facteur de discipline des équipes dirigeantes. Les autorités canadiennes en matière de valeurs mobilières ont reconnu le rôle important pour l'économie des offres publiques lors de l'adoption de l'Instruction générale canadienne n° C-38 concernant les mesures de défense contre une offre publique d'achat. MM. Stanley Beck et Rob Wildeboer ont commenté ainsi cette prise de position:

> *« Clause 1 of the Policy recognizes the important role of takeover bids in the economy. As such, it rejects the polar view that takeovers are injurious and takes the middle of the road approach supported by the equivocal nature of the economic evidence. It further recognizes that there are two potential benefits that flow from takeover bids. In the words of the Policy, these are « as a discipline on corporate management and as a means of reallocating resources to their best uses ». »*
>
> *(National Policy 38 as a Regulator of Defensive Tactics, dans Acquisitions et offres publiques d'achat, Conférences commémoratives Meredith, Cowansville, Les Éditions Yvon Blais, 1987, p. 119 à la p. 122)*

Malgré l'importance considérable que la Commission accorde à une application de la Loi qui soit efficace au plan économique, elle doit également défendre les intérêts des épargnants. L'article 276 de la Loi établit que la Commission a cette mission globale de favoriser à la fois le bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières et d'assurer la protection des épargnants. La discrétion conférée à la Commission, en vertu de l'article 316 de la Loi, doit s'exercer en fonction de l'intérêt public. Dans l'affaire *Offre publique d'achat de C.T.C. Dealer Holdings Limited sur les actions ordinaires de la Société Canadian Tire, Limitée* (Décision n° 8093, le 31 mars 1987) la Commission a décidé qu'elle pouvait interdire une opération qu'elle juge contraire à l'intérêt public même en l'absence de contravention à la Loi, au Règlement ou aux Instructions générales. La Commission expliquait ainsi cette prise de position:

> *« Accepter la prétention qu'il faut prouver une contravention spécifique à la Loi, au Règlement ou aux Instructions générales pour être en mesure d'invoquer l'article 265, non seulement cela irait à l'encontre de la formulation claire de ce texte, mais encore ce serait pour la Commission négliger d'accomplir la mission que lui a confiée le législateur. On trouve peu de secteurs dans la vie de notre société qui soient aussi dynamiques et inno-*

vateurs que les marchés financiers. Le plus souvent, ce dynamisme et cette innovation profitent à l'économie dans son ensemble et aux épargnants en particulier. Cependant, ce dynamisme et cette innovation peuvent conduire, et conduisent en fait, à des abus. Un organisme de réglementation chargé de la surveillance des marchés financiers doit avoir la capacité d'intervenir rapidement pour arrêter des opérations qu'il juge préjudiciables aux marchés financiers.» (p. 45)

C'est dans cette perspective globale que nous abordons le présent dossier. Les requérants ont présenté notamment une demande de dispense de l'article 145 de la Loi pour leur permettre de signer une convention unanime d'actionnaires comportant une option croisée permettant à Groupe Canam d'obtenir un prix identique à celui payé aux autres porteurs lors de l'offre et comportant un rendement égal au taux de base entre la date du paiement fait au public et celle de la levée de l'option.

L'argumentation de la Direction a porté essentiellement sur l'opportunité pour Groupe Canam d'obtenir un rendement égal au taux de base entre le paiement au public ayant déposé dans le cadre de l'offre et la levée de l'option. Le présent débat est par conséquent circonscrit à ce seul élément.

L'article 145 de la Loi établit un des principes fondamentaux de la réglementation des offres publiques, soit l'égalité de traitement entre tous les porteurs. Le professeur Robert Demers a commenté ainsi l'article 145 de la Loi:

«La condition essentielle de l'offre publique reste l'égalité de traitement des actionnaires: ils doivent recevoir la même contrepartie et aucune entente visant des compensations individuelles n'est permise.»
(L'offre publique d'achat: perspectives québécoises (1986) 20 R.J.T. 303, 316)

La Commission soulignait également dans l'affaire *Offre publique d'achat par l'Institut Mérieux, S.A. sur 20 % des actions ordinaires de CDC Sciences de la Vie Inc.* (Décision n° 88-C-0357, 6 juin 1988) que *«les dispositions de cet article visent à assurer que tous les porteurs sont traités sur le même pied lors d'une offre publique»* et elle invitait les initiateurs à une grande prudence dans les ententes qu'ils entendaient prendre avec des porteurs, avant, pendant ou après l'offre. La Commission partage l'opinion de la Direction à l'effet qu'une telle demande ne doit être accordée que de façon exceptionnelle. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a adopté la même approche dans l'affaire *In Trans Mountain Pipeline Company Ltd and Inland Natural Gas* du 14 janvier 1983 (1983 OSCB 5C). Victor Alboini commente ainsi cette affaire:

«The Commission considered this to be an exceptional case that warranted an exemption from the general rule that all shareholders be offered identical consideration. The Commission made it clear that exemptions from what is now the s. 96 (1) requirement «will be rarely and grudgingly granted and never, unless extraordinarily compelling circumstances dictate otherwise, after subsection [96 (1)] has, in fact, been breached.»» Securities Law and Practice, *2e édition, Volume 2, Toronto, Carswell, 1984, 19.11.7, p. 19-107.*

Le présent dossier est-il exceptionnel? Pour le déterminer il est utile de faire une brève revue des décisions de la Commission concernant l'article 145 de la Loi. Dans l'affaire *Investissement Oxdon Inc.* (Décision n° 89-C-0224, le 29 juin 1989) la Commission a autorisé l'initiateur à proposer aux porteurs américains une contrepartie en espèces seulement tandis que les porteurs canadiens avaient le choix entre une contrepartie en titres ou en espèces. Cette dispense a été accordée au motif que la société visée comptait un nombre minime d'actionnaires aux États-Unis et que l'initiateur ne souhaitait pas, dans les circonstances, devenir assujetti aux obligations prévues aux lois américaines des valeurs mobilières.

La Commission a également accordé à l'initiateur une dispense d'application de l'article 145 de la Loi lorsque l'égalité de traitement allait à l'encontre de la loi constitutive de l'émetteur. En effet, dans l'affaire *PWA Corporation* (Décision n° 89-C-0080, 24 février 1989) l'initiateur entendait faire une offre publique d'achat sur la totalité des actions de Wardair en offrant comme contrepartie 10 $ en espèces et l'équivalent de 7,25 $ en actions ordinaires émises par elle-même. La loi constitutive de l'émetteur interdisant à tout actionnaire de posséder plus de 4 % des actions comportant droit de vote, la Commission lui a permis de proposer dans le cas où ce plafond serait dépassé, des actions privilégiées sans droit de vote, convertibles en actions ordinaires et comportant pour le reste les mêmes caractéristiques que les actions ordinaires. La dispense a été accordée au motif que cette dérogation était justifiée et ne lésait pas ces autres actionnaires.

Dans les affaires *168470 Canada Inc. (Plastibec Ltée)* (Décision n° 89-C-0275, le 21 août 1989) et *Husky Oil Ltd* (Décision n° 88-C-0472, le 11 août 1988) la Commission a enfin permis à l'initiateur de déroger à l'article 145 en offrant aux actionnaires principaux des conditions moins avantageuses que les conditions offertes aux autres actionnaires. Elle soulignait dans l'affaire 168470 Canada Inc.:

« La Commission estime que cette entorse au principe de l'égalité de traitement, acceptée par les actionnaires principaux dans le cadre des négociations avec l'initiateur, ne porte pas atteinte à la protection des épargnants. »

Par ailleurs, la Commission a refusé le bénéfice de la dispense de l'article 145 de la Loi dans le cas de transactions qui ont pour effet ou qui pourraient avoir pour effet de favoriser certains porteurs au détriment des autres. Dans l'affaire *Premier Choix: TVEC Inc.* (Décision n° 88-C-0142, le 7 mars 1988), la Commission a refusé d'accorder une dispense de l'article 145 de la Loi à la société 129610 Canada Inc. qui avait offert d'acheter une option de souscription dont le prix envisagé était le suivant: 22,9 % du bénéfice net de Premier Choix: TVEC Inc. provenant des résultats d'exploitation pour chacun des cinq exercices financiers se terminant le 31 janvier des années 1988, 1989, 1990, 1991 et 1992. Le fait que le prix d'acquisition de l'option ne puisse être déterminé avant janvier 1992 rendait impossible l'utilisation de la dispense prévue à l'article 123 de la Loi. La Commission souligna ce qui suit:

« La Commission refuse cette dispense, qui irait à l'encontre du principe de l'égalité de traitement, qui sous-tend la réglementation des offres publiques. En effet, la dispense aurait pour conséquence de permettre à l'initiateur d'une offre publique d'accorder au porteur d'une option un traitement qui risquerait d'être préférentiel, puisque les porteurs d'actions n'auraient aucune chance de recevoir une plus-value correspondante à celle qui est consentie au porteur de l'option. »

De plus, la Commission a déjà décidé qu'un initiateur ne pouvait offrir à un actionnaire une option permettant à ce dernier de vendre l'ensemble de ses actions sans contrevenir à l'article 145 de la Loi. Dans l'affaire *Offre publique d'achat par l'Institut Mérieux, S.A. sur 20 % des actions ordinaires de CDC Sciences de la Vie* (Décision n° 88-C-0357, 6 juin 1988), la société Mérieux (l'initiateur) avait signé une entente avec la Caisse permettant à cette dernière d'obliger l'initiateur à acheter la totalité de sa participation dans la société visée. L'entente prévoyait que la Caisse pouvait, à compter du 1er juillet 1989, offrir à Mérieux la totalité des actions qu'elle détenait à un prix ne pouvant dépasser 115 % du cours moyen des actions de la société visée dans les 20 jours précédant la levée de l'option. Dans le cadre d'une offre partielle, la Caisse avait donc plusieurs choix:

1° elle pouvait déposer un certain nombre d'actions et être encore en mesure de pouvoir vendre le reste à un prix supérieur au cours du marché après le 1er juillet 1989;

2° elle pouvait déposer toutes ses actions et être encore en mesure de pouvoir se départir du reste des actions dont il n'aurait pas été pris livraison à un prix supérieur au cours du marché après le 1er juillet 1989;

3° elle pouvait conserver toutes ses actions et utiliser l'option au moment voulu.

L'actionnaire de la société visée qui ne désirait pas déposer ses actions dans le cadre de l'offre n'avait d'autre choix que de les vendre sur le marché secondaire. La Commission a décidé qu'une telle entente donnait un avantage à la Caisse et que l'on n'avait pas à quantifier cet avantage pour établir une dérogation à l'article 145 de la Loi. La Commission rappelait aux initiateurs qu'ils devaient exercer une grande prudence dans les ententes qu'ils entendaient prendre avec des porteurs, avant, pendant ou après l'offre. Enfin la Commission soulignait qu'elle ne pouvait déterminer à l'avance les ententes qui seraient permises car chaque offre devrait faire l'objet d'un examen particulier.

La requérante a fait preuve de cette prudence en soumettant d'abord aux membres du personnel de la Commission l'ensemble du projet. Ces rencontres ont permis d'améliorer de façon notable les mécanismes visant à assurer la protection des actionnaires minoritaires. De plus la requérante n'a pas cherché à cacher que l'entente avait pour effet de créer une inégalité entre les porteurs; la présente demande de dispense en fait preuve.

Le débat ayant porté essentiellement sur l'opportunité pour Groupe Canam de recevoir un rendement égal au taux de base entre l'octroi de l'option et sa levée, la présente décision est limitée à ce seul élément. La Commission tient cependant à souligner qu'il faut distinguer l'affaire Mérieux du présent dossier. En effet, il faut se rappeler que dans l'affaire Mérieux la Commission avait à se prononcer dans le cadre d'une offre partielle et que la Caisse était seule à pouvoir exercer l'option. Comme la Commission n'a pu bénéficier d'un débat contradictoire concernant l'application de l'article 145 de la Loi à l'égard d'une option croisée, il lui apparaît souhaitable d'éviter de prendre position sur cette question dans le présent dossier.

Lors de l'audience, la requérante a prétendu que l'octroi d'une option comportant un rendement égal au taux de base était en soi équivalent au traitement offert aux autres actionnaires. Elle fonde l'essentiel de son argumentation sur la prémisse voulant que les petits actionnaires pourront liquider des prêts et des soldes de cartes de crédit. Soit dit avec égard, cette argumentation de la requérante étonne. Poussée à la limite, elle implique que l'ensemble des actionnaires a un passif à liquider.

La Commission est d'avis que n'eût été des concessions et des engagements pris par la requérante et ses partenaires, elle aurait refusé la demande de dispense de l'obligation prévue à l'article 145 de la Loi. Ces concessions et engagements ont convaincu la Commission que la requérante a structuré la transaction afin d'assurer que les actionnaires soient traités équitablement. Dans de telles circonstances, la Commission est d'avis qu'elle peut exercer sa discrétion et accorder la dispense demandée.

Tout en reconnaissant que les faits de l'affaire Torstar ((1981) OSCB 62 C) étaient différents, il est utile de rappeler que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a adopté une démarche analogue à celle prise par la Commission dans le présent dossier. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario soulignait:

> *« But the Legislature recognized that, while identical treatment should be the general rule, subject to the treatment between shareholders of the same class being equitable, offerors should be allowed some flexibility to structure a takeover bid to meet specific circumstances. It vested power in the Commission to consider such questions and, if the Commission can be persuaded that the variations are not prejudicial to the legislatively declared public interest, in this case equitable or "even handed" treatment of two divisions of shareholders of a constrained share company, Canadian and non Canadian, holding the same class of shares, then an exemption from the specific requirement of section 91 (3) can be granted.*
> *(Page 68C)*

et plus loin d'ajouter

> *...Without further impeding the flexibility of offerors, the Commission found, on these facts, that every reasonable effort has been made to ensure equitable or even handed treatment as between the two classes of Harlequin shareholders. The order was granted as requested. »*

La structure de la transaction proposée par la requérante, les raisons d'affaires invoquées et les concessions faites permettent à la Commission d'accorder à titre exceptionnel la dispense demandée. La présente décision ne doit pas être interprétée comme étant une remise en cause du principe d'égalité prévu à l'article 145 de la Loi; chaque demande de dispense sera étudiée à son mérite et dans son contexte particulier.

Décision

Le dispositif de la décision de la Commission a été communiqué aux parties le 23 avril 1990.

La Commission dispense la société 2425-4526 Québec Inc., en vertu de l'article 263 de la Loi, de l'application des dispositions des chapitres III et IV du titre IV de la Loi dans le cadre de l'acquisition indirecte, par le biais de transferts, de 53,15 % des actions en circulation de la société Noverco Inc. Elle dispense également le Groupe Canam Manac Inc., la Caisse de dépôt et placement du Québec et la Société québécoise d'initiatives pétrolières, de l'application des articles 142.1 et 145 de la Loi, concernant l'octroi d'une option d'achat et d'une option de vente visant toutes les actions détenues par le Groupe Canam Manac Inc. dans le capital-actions de la société 2425-4526 Québec Inc.

Opinion minoritaire de M. Maurice Cusson

À l'occasion des délibérations avec mes collègues, je me suis trouvé en désaccord avec eux, parce que j'en venais à la conclusion d'abord qu'il y avait effectivement inégalité de traitement, ensuite qu'il n'y avait pas lieu pour la Commission d'accorder la dispense demandée. Pour une description détaillée des opérations en cause, fort complexes, et un exposé des arguments des deux parties, on se reportera à l'opinion majoritaire.

I° L'existence et la nature de l'inégalité de traitement

La Commission est saisie d'une demande de dispense *« de l'application des articles 142.1 et 145 de la Loi dans le cadre des opérations ci-haut décrites »*, soit les transferts d'actions antérieurs à l'offre publique d'achat ainsi que l'offre publique d'achat aux actionnaires de Noverco Inc. à 15,25 $. L'article 145 de la Loi édictant le principe de l'égalité de traitement dans les offres publiques et l'article 142.1 obligeant l'initiateur à offrir des conditions au moins égales à celles qu'il a pu consentir pendant la période de 90 jours précédant l'offre, on demande donc à la Commission d'autoriser une dérogation au principe de l'égalité de traitement. Quelle est la nature de cette dérogation?

Dans le cadre du transfert des actions de Noverco en faveur de la société à numéro, les opérations sont faites à un prix de 14,50 $, inférieur au prix de 15,25 $ qui sera offert dans l'offre publique d'achat qui doit suivre. Cependant, la contrepartie ne se limite pas au prix de 14,50 $ et on ne peut dire que le Groupe Canam Manac accepte de disposer de ses actions de Noverco Inc. pour le seul prix de 14,50 $. En effet, les trois actionnaires de la société à numéro comptent signer, au moment de ces transferts, une convention entre actionnaires, par laquelle ils se confèrent certains droits; notamment, cette convention d'actionnaires comporterait une option croisée, c'est-à-dire une option de vente en faveur du Groupe Canam Manac Inc. et une option d'achat en faveur de

SOQUIP et de la Caisse de dépôt et placement du Québec. Ces options peuvent être exercées sur avis de trois mois donné entre le 1er avril 1991 et le 31 décembre 1992, à un prix déterminé selon la formule prévue dans la convention.

Selon cette formule, dans le cas où l'option est levée, soit à l'initiative du Groupe Canam Manac Inc., soit à l'initiative de ses partenaires dans la société à numéro, le Groupe Canam Manac Inc. recevrait pour sa participation de 50 % dans cette société un prix correspondant à 15,25 $ par action de Noverco, majoré d'un intérêt calculé et capitalisé mensuellement au taux de base, puis diminué des dividendes déjà reçus depuis la date de règlement des titres déposés en réponse à l'offre publique d'achat et des intérêts, calculés de la même façon, sur ces dividendes. La somme à verser serait également diminuée des intérêts sur la somme de 75 000 000 $ reçue par le Groupe Canam Manac Inc. avant le lancement de l'offre, pour la période allant du versement jusqu'au moment du règlement des titres déposés en réponse à l'offre.

En outre, la formule prévue dans la convention permet au Groupe Canam Manac Inc. de recevoir pour les 5 172 414 actions dont sa participation se trouve réduite au moment des transferts préalables à l'offre un supplément de 0,75 $ majoré d'un intérêt calculé et capitalisé mensuellement au taux de base depuis la date du règlement. Ce supplément vise à compenser le manque à gagner résultant pour le Groupe Canam Manac Inc. du fait que ces actions sont transférées à un prix de 14,50 $; le supplément de 0,75 $ fait monter la contrepartie à 15,25 $, soit le prix payé dans le cadre de l'offre publique d'achat. Les intérêts sont ajoutés pour tenir compte du fait que ce supplément n'a pas été touché au moment du versement du prix de 14,50 $.

Si l'on prend un taux de base de 14,25 % (comme c'était le cas à un certain moment des pourparlers concernant ce dossier), on obtient avec la capitalisation mensuelle un taux annuel de 15,2 %, ce qui a été présenté comme un taux de rendement tout à fait usuel et accessible à tous. Pour justifier cette position étonnante, on a fait valoir que le taux de rendement devait se calculer en fonction de la dette portant le taux d'intérêt le plus élevé qui peut être remboursée au moyen des fonds provenant de la vente des actions et que tout un chacun pouvait rembourser une dette sur une carte de crédit à un taux supérieur à 20 %.

Même dans l'hypothèse d'un taux de base de 14,25 %, le taux annuel équivalent de 15,2 % ne correspond cependant pas au rendement effectivement perçu par le Groupe Canam Manac Inc., puisque divers ajustements sont prévus dans la formule servant à déterminer le prix de vente. Cependant, l'effet global de ces divers ajustements sur le rendement effectivement touché par le Groupe Canam Manac Inc. est assez peu marqué, à condition que l'on rajoute au prix obtenu par la formule les dividendes qui auront été effectivement touchés par le Groupe Canam Manac Inc. de même que les intérêts sur ces dividendes. En effet, si l'on omet de prendre en compte les rajustements reliés aux actions transférées à 14,50 $ avant l'offre publique d'achat, la variation du taux annuel de rendement résultant des rajustements est inférieure à 1 %, ce qui donne un taux de rendement annuel effectif qui est supérieur à 14 %.

Pour le Groupe Canam Manac Inc., ce rendement constitue un rendement pour ainsi dire certain, puisqu'il a la faculté d'exercer son option de vente si ses partenaires n'exercent pas leur option d'achat. Or, il est de commune renommée qu'un rendement de cet ordre ne pouvait généralement être obtenu, à l'époque, sur des investissements dans lequel le remboursement du capital est assuré. À compter du moment de la signature de la convention entre actionnaires, le Groupe Canam Manac Inc. se trouve en effet à soustraire son investissement à tout risque de moins-value et à obtenir néanmoins un rendement certain de l'ordre du taux de base. Il va de soi que l'investisseur ordinaire ne peut généralement faire d'investissement offrant ces caractériques combinées de l'absence de risque de moins-value et d'un rendement certain de l'ordre du taux de base. Quant à l'argument selon lequel un tel taux de rendement serait effectivement à la portée des investisseurs qui n'auraient qu'à utiliser les fonds provenant de la vente de leurs actions pour liquider leur dette portant le taux d'intérêt le plus élevé, il présente l'inconvénient de faire intervenir la situation particulière de certains investisseurs pour apprécier la contrepartie proposée dans une offre publique. Or, il va de soi que la contrepartie doit s'apprécier en faisant abstraction tant des dettes que tel ou tel investisseur peut rembourser au moyen des fonds provenant de la vente des actions que du taux d'imposition auquel peut être soumis tel ou tel investisseur.

Du fait de la convention entre actionnaires, le Groupe Canam Manac Inc. a donc droit à une contrepartie différente de celle qui est proposée dans l'offre publique d'achat: si le prix de base est de 15,25 $ dans les deux cas, le Groupe Canam Manac Inc. a droit à un rendement assuré sur ce prix de 15,25 $ à un taux de l'ordre du taux de base, sans aucun risque de moins-value, ce qui n'est guère possible pour l'actionnaire ordinaire et qui, de toute façon, ne lui est pas offert. Cette inégalité de la contrepartie s'observe tant pour les 18 039 895 actions de Noverco correspondant à la participation de 50 % dans la société à numéro, qui seront payées lors de l'exercice de l'option, que pour les 5 172 414 actions qui seront réglées avant le lancement de l'offre publique d'achat.

La dérogation à l'égalité de traitement est donc claire: les actionnaires autres que les signataires de la

convention entre actionnaires dans la société à numéro se voient offrir la seule somme de 15,25 $, alors que le Groupe Canam Manac, du fait de la convention, a la faculté de recevoir, en plus de cette somme de 15,25 $ par action, un rendement annuel certain de l'ordre du taux de base, ce qui ne correspond sûrement pas à des conditions dont peuvent bénéficier les investisseurs en général.

Il convient de remarquer que, si la formule de calcul utilisée pour établir le prix de vente des actions fait intervenir des intérêts, le revenu effectivement réalisé par le Groupe Canam Manac Inc. ne se composera pas, sinon de façon très accessoire, d'intérêts, mais plutôt d'un gain de capital et de dividendes, deux formes de revenu faisant l'objet d'un traitement fiscal plus avantageux que les intérêts. Ce point n'ayant pas été soulevé à l'audience, je n'en tiens pas compte pour décider s'il y a ou non inégalité de traitement.

Pour remédier à l'inégalité de traitement, il a été accepté que la levée de l'option donne lieu à une seconde offre publique d'achat, qui serait faite aux mêmes conditions que la levée de l'option. En outre, divers engagements seraient pris visant à faire en sorte que cette offre publique d'achat soit effectivement faite en cas de levée de l'option: renonciation au bénéfice des dispenses de l'application des dispositions sur les offres publiques d'achat qui pourraient être ouvertes, renonciation aux diverses mesures permettant d'expulser les minoritaires dans le cas où la société à numéro n'atteindrait pas le seuil de 90 % des actions au terme de la première offre publique, etc.

Cette seconde offre publique, dans la mesure où elle serait faite au même prix que le prix de levée de l'option, viendrait, selon l'argumentation exposée à l'audience, remédier à l'inégalité de traitement qui aurait existé dans la première offre publique. Cependant, il faut bien voir que, par hypothèse, cette seconde offre publique ne s'adresserait qu'aux porteurs qui auraient refusé de déposer leurs titres en réponse à la première offre. Quant aux porteurs qui auront déposé leurs titres en réponse à la première offre, on ne leur propose aucun supplément de contrepartie qui, s'ajoutant au prix déjà reçu, viendrait leur assurer un rendement comparable à celui obtenu par le Groupe Canam Manac Inc. Ils n'auront que la contrepartie reçue lors de l'offre publique initiale, à quoi viendra s'ajouter, par suite des placements qu'ils auront pu faire, un certain rendement, très vraisemblablement inférieur au rendement obtenu par le Groupe Canam Manac Inc.

À cela, on pourrait opposer que les actionnaires de Noverco Inc. seront informés, par le biais de la note d'information, aussi bien de la première offre publique que de la seconde, et qu'il leur appartiendra de faire leur choix. Il y aura lieu de revenir sur cette question à propos de la question de l'opportunité de la dispense. On peut cependant observer pour l'instant que la situation des actionnaires minoritaires différera de celle du Groupe Canam Manac Inc. par au moins un point: ils n'ont aucunement l'initiative de faire déclencher la seconde offre publique, alors que le Groupe Canam Manac Inc. a la faculté de lever son option de vente. Pour les actionnaires minoritaires, la décision de ne pas déposer en réponse à la première offre publique les amène à supporter un certain risque, puisqu'ils n'ont aucunement la certitude que la seconde offre publique sera lancée; au contraire, le Groupe Canam Manac Inc. a la certitude de pouvoir lever son option au moment où il le jugera opportun.

2° L'opportunité de la dispense

Le principe de l'égalité de traitement, édicté à l'article 145 de la Loi, constitue le fondement de la réglementation des offres publiques. Ce principe est mis de côté par certaines dispenses dans des conditions strictement définies (spécialement la dispense qui est prévue à l'article 123 de la Loi) et la Commission peut, en vertu du pouvoir général de dispense prévu à l'article 263 de la Loi, autoriser des dérogations à ce principe.

Cependant, dans l'exercice de son pouvoir de dispense, la Commission n'a pas une discrétion absolue: selon le texte même de la disposition législative, la Commission ne peut accorder de dispense que *« lorsqu'elle estime que cette dispense ne porte pas atteinte à la protection des épargnants »*; cette formulation vient préciser et restreindre le critère de l'intérêt public qui, selon l'article 316 de la Loi, doit guider la Commission dans l'exercice de sa discrétion.

Dans le contexte d'une offre publique d'achat, les épargnants dont il s'agit d'assurer la protection sont d'abord les porteurs de titres de la société visée. Cela résulte clairement du rapport Kimber (*Report of the Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario, March 1965*, p. 22, texte cité dans la décision majoritaire), qui est à l'origine de la réglementation des offres publiques au Canada. Cette position est énoncée expressément à l'article 2 de l'Instruction générale n° C-38: *« L'objectif premier de la réglementation des offres publiques est la protection des intérêts des actionnaires de la société visée »*.

Le principe de l'égalité de traitement est établi en faveur des petits porteurs, puisque c'est à eux que l'initiateur risquerait d'offrir des conditions moins favorables, et non aux porteurs de blocs importants. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle la Commission a accordé des dispenses d'application de l'article 145 dans des cas où des porteurs de blocs importants avaient accepté de recevoir un traitement moins favorable que celui proposé aux petits porteurs (voir les deux affaires citées dans la décision majoritaire, *Husky Oil Ltd*, Décision n° 88-C-0472, Bulletin,

vol. XIX (1988), n° 33, p. 3), et *168470 Canada Inc. (Plastibec Ltée)*, Décision n° 89-C-0263, Bulletin, vol. XX (1989), n° 31, p. 4).

Le principe de l'égalité de traitement est si fondamental que, hors ces cas où des porteurs de blocs importants acceptent des conditions moins avantageuses que les autres porteurs, il ne saurait que très difficilement être écarté par la Commission. En effet, pour accorder la dispense, il faudrait que la Commission en vienne à la conclusion que l'inégalité de traitement en cause ne comporte pas véritablement de désavantage pour les porteurs qui en font l'objet et qu'elle comporte une justification suffisamment forte pour faire échec au principe fondamental de l'égalité de traitement.

Tels sont en effet les critères qui ont été appliqués par les commissions canadiennes dans le traitement des demandes de dispense en matière d'égalité de traitement dans les offres publiques. On en trouve un exposé très clair dans l'affaire *Trans Mountain Pipeline Company Ltd and Inland Natural Gas Co. Ltd* (January 14, 1983 O.S.C.B. 5C): « *Therefore, on this ground this Commission considers the Inland bid to be the exceptional case that warrants an exemption from the otherwise general rule that all shareholders of the target company be offered the same i.e., identical, consideration* » (p. 5C). Plus loin, la Commission ajoutait: « *[...] in the future exemptions from subsection 91 (3) [disposition qui édictait alors le principe de l'égalité de traitement] will be rarely and grudgingly granted [...]* » (p. 6C-7C).

Les dispenses accordées par la Commission en cette matière, si l'on fait exception des cas, déjà mentionnés, où les principaux actionnaires acceptent des conditions moins avantageuses que celles qui sont proposées à l'ensemble des actionnaires, peuvent faire intervenir deux types de justifications: ou bien la Commission estime que la contrepartie proposée à certains actionnaires constitue l'équivalent de celle qui est proposée aux autres, ou bien elle estime qu'une convention qui paraît contraire à l'égalité de traitement ne crée pas de difficulté parce qu'elle a été conclue pour des motifs valides, non reliés à une volonté d'augmenter la contrepartie offerte à certains actionnaires.

Les exemples du premier type sont assez nombreux et concernent le plus souvent la composition d'une contrepartie présentée comme ayant une valeur équivalente: pour prendre le cas le plus fréquent, l'initiateur propose à certains porteurs le choix entre une contrepartie en titres ou en espèces, alors qu'il ne propose à d'autres qu'une contrepartie en espèces. On peut citer les affaires suivantes: *Alberta Energy Company Ltd et Chieftain Development Co. Ltd* (Décision n° 88-C-0439, Bulletin, vol. XIX (1988), n° 31, p. 2), *PWA Corporation et Wardair Inc.* (Décision n° 89-C-0080, Bulletin, vol. XX (1989), n° 9, p. 3), *Investissements Oxdon Inc. et Steinberg Inc.* (Décision n° 89-C0224, Bulletin, vol. XX (1989), n° 27, p. 7). Dans ces trois affaires, la Commission reconnaît le désir de l'initiateur de ne pas devenir assujetti aux obligations d'information de la loi américaine comme un motif suffisant pour accepter une dérogation à la règle de l'égalité de traitement, dans une situation où l'équivalence de la contrepartie proposée n'est aucunement remise en question. Dans l'affaire *PWA Corporation*, la Commission a également autorisé une autre dérogation à la règle de l'égalité. La contrepartie proposée se composait d'une somme d'argent et d'actions de l'initiateur; la loi constitutive de l'initiateur interdisant à tout actionnaire de posséder plus de 4 % des actions comportant droit de vote, l'initiateur souhaitait, dans les cas où ce plafond serait dépassé, remplacer les actions ordinaires par des actions privilégiées sans droit de vote, convertibles en actions ordinaires et comportant pour le reste les mêmes caractéristiques que celles-ci si ce n'est une préférence infime nécessaire pour établir leur caractère d'actions privilégiées. La Commission a accordé la dispense après avoir constaté que la dérogation était « justifiée » et qu'elle ne lésait pas les autres actionnaires.

Par contre, la Commission a également refusé d'accorder des dispenses et ces refus montrent clairement qu'elle entend utiliser très parcimonieusement son pouvoir de dispense. Dans l'affaire *Groupe Canam Manac Inc. et Noverco Inc.* (Décision n° 88-C-0420, Bulletin, vol. XIX (1988), n° 29, p. 8), l'initiateur d'une offre publique partielle souhaitait être dispensé de la règle de l'égalité de traitement de manière à pouvoir prendre livraison de la totalité des titres déposés par des porteurs déposant moins de 100 titres en réponse à l'offre, dans le but de ne pas forcer les petits porteurs à détenir un nombre minime d'actions. Le refus de la Commission est motivé de la façon suivante: « *La Commission juge que cet inconvénient, d'ailleurs lié au principe même de l'offre sur une partie des titres, ne justifie pas de mettre de côté le principe de l'égalité de traitement, qui exige que la proportion des titres dont l'initiateur prend livraison soit la même, indépendamment du nombre des actions déposées* ».

Dans une affaire portant également sur la réduction proportionnelle, *Logistec Corporation* (Décision n° 89-C-0077, Bulletin, vol. XX (1989), n° 8, p. 3), la Commission a aussi refusé la dispense demandée par l'initiateur qui souhaitait arrondir à la hausse le nombre d'actions résultant de la réduction proportionnelle de manière à n'avoir à retourner aux porteurs que des lots réguliers. Après avoir rappelé que les inconvénients résultant de la détention d'un nombre minime d'actions étaient liés au principe même de

l'offre sur une partie des titres, la Commission conclut de la façon suivante: *« En fait, seule la règle de la réduction proportionnelle assure une véritable égalité de traitement dans le cas d'une offre partielle; c'est d'ailleurs la raison pour laquelle cette règle a été retenue dans la Loi et cela explique aussi pourquoi la Commission ne peut guère accepter qu'on y déroge »*.

Les exemples du second type de dispense sont beaucoup plus rares que ceux du premier, pour la bonne raison que la loi du Québec, à la différence de la loi ontarienne, ne comporte pas de disposition spécifique prévoyant une dispense dans de tels cas. Il s'agit du cas où l'initiateur, à l'occasion d'une offre publique, conclut un contrat, par exemple un contrat de travail, avec certains actionnaires, sans offrir le même contrat à tous les actionnaires; sans doute, il n'y a pas égalité de traitement, mais l'inégalité peut n'être qu'apparente, dans la mesure où le contrat conclu comporte sa propre justification et ne constitue pas un moyen détourné pour augmenter la contrepartie proposée à certains actionnaires. Vu l'absence de disposition spécifique dans la Loi, la Commission n'a que très rarement à se prononcer sur ces questions, qui sont généralement discutées avec le personnel.

Dans la loi ontarienne, l'article 100 (2) autorise expressément la Commission à *« decide for the purposes of subsection 96 (2) that an agreement, commitment or understanding with a selling security holder is made for reasons other than to increase the value of the consideration paid to the selling holder for the securities of the selling security holder and that the agreement, commitment or understanding may be entered into notwithstanding that subsection »*. La Commission d'Ontario a rendu de très nombreuses décisions dans lesquelles elle applique cet article. Dans l'affaire *CDC Life Sciences Inc.* (June 17, 1988, O.S.C.B. 2541), la Commission a ainsi résumé son attitude vis-à-vis de ces contrats accessoires:

> *« Such collateral agreements are both many and various, and each will be considered on its own facts. [...] a common thread runs through [decisions in which the Commission has considered such agreements]: a clearly established business or financial purpose related either to the terms upon which the offeror is prepared to acquire the target company or to its ongoing operation. Thus, the Commission has approved agreements under which certain shareholders would receive deferred compensation rather than immediate cash; others, requiring the controlling shareholders to take certain assets out of the company as a condition of the offeror's proceeding; yet others, providing for continuity of senior management by way of employment contracts. In each case, staff has tested the reasonableness of the arrangement in relation to the purpose claimed for it and independent opinions on that issue have sometimes been required. »*

Peut-on estimer que l'inégalité de traitement en faveur du Groupe Canam Manac Inc. constitue une dérogation qu'il faudrait autoriser, soit sur le fondement qu'il y a néanmoins équivalence de traitement, soit sur le fondement que, conclue pour des motifs valides, elle ne résulte pas d'une volonté d'augmenter la contrepartie en faveur du Groupe Canam Manac Inc.?

De l'analyse faite au premier point, il résulte que le Groupe Canam Manac Inc. reçoit comme contrepartie non seulement une somme de 15,25 $, soit la contrepartie proposée à tous les autres actionnaires, mais également un rendement certain (ou, du moins, pouvant être obtenu par sa seule volonté) sur cette somme d'un ordre nettement supérieur à ce qui serait facilement accessible à l'ensemble des porteurs, compte tenu des autres caractéristiques de ce rendement, à savoir qu'il est touché sur un investissement ne comportant aucun risque de moins-value.

Il s'agit là d'une inégalité caractérisée dans la contrepartie, dont on ne voit pas de justification acceptable. On a beaucoup fait état de la seconde offre publique, qui assurerait à tous les actionnaires la possibilité d'obtenir la même contrepartie que le Groupe Canam Manac Inc., en soutenant qu'il fallait envisager l'opération comme un tout. Or, pour commencer, il convient de tempérer l'affirmation selon laquelle la seconde offre publique garantirait l'égalité de traitement, dans la mesure où les autres actionnaires n'auraient pas le pouvoir d'initiative leur permettant de déclencher l'offre publique, alors que le Groupe Canam Manac Inc. dispose de l'initiative en raison de son option de vente.

En second lieu, on doit se demander dans quelle mesure on peut remédier à l'inégalité de traitement dans une première offre en prenant l'engagement de procéder à une seconde offre qui ne comporterait pas la même inégalité. La raison d'être de la première offre est bien d'acquérir la totalité des actions; si, par suite de l'offre, la société à numéro obtient plus de 90 % des actions de Noverco Inc. détenues par les autres actionnaires, elle compte se prévaloir de son droit d'acquisition forcée pour les actions restantes, en sorte que la deuxième offre pourrait très bien ne pas avoir lieu, même si l'option était exercée, parce qu'il pourrait ne plus rester d'actionnaires à qui faire l'offre. Cela vient renforcer le caractère éventuel de la seconde offre: elle peut ne pas être faite non seulement dans l'hypothèse où l'option croisée n'est pas exercée, mais aussi dans l'hypothèse où la société à numéro peut procéder à l'acquisition forcée du reste des actions. En somme dans le choix offert aux actionnaires entre la première et la seconde offre, seule la première est assurée; la seconde, qui est celle qui

devrait remédier à l'inégalité dans la première, est doublement incertaine.

On cherche en vain quelles sont les circonstances exceptionnelles qui justifieraient de mettre de côté l'égalité de traitement et d'accorder une dispense qui ne doit être accordée que «rarely and grudgingly», pour reprendre les termes de la Commission d'Ontario dans l'affaire *Trans Mountain Pipeline Company Ltd and Inland Natural Gas Co. Ltd*, d'autant que, dans la présente affaire, on ne peut prétendre à l'équivalence de contrepartie. Rien ne s'opposerait, en principe, à ce que tous les actionnaires aient aussi le droit, après avoir déposé leurs actions, à un supplément de contrepartie calculé de manière analogue à la manière utilisée pour calculer le supplément auquel le Groupe Canam Manac Inc. a le droit. Il n'existe aucune contrainte indépendante de la volonté des parties qui justifie cette inégalité de traitement.

Peut-on alors juger que ce supplément de contrepartie est consenti pour des motifs valides et ne résulte pas d'une volonté d'augmenter la contrepartie. Les explications données sur ce point à l'audience sont nettement insuffisantes, puisqu'elles ne donnent pas véritablement de justification spécifique du supplément de contrepartie. L'argumentation mise de l'avant vise plutôt à justifier la convention entre actionnaires de façon globale et aussi, de façon plus particulière, l'existence de l'option croisée, comme moyen de séparation à l'amiable en cas de différend entre les partenaires. Même en acceptant tout cela, on ne trouve rien qui rend nécessaire ou simplement acceptable le supplément de contrepartie en faveur du Groupe Canam Manac Inc.

La convention entre actionnaires vise à organiser le contrôle; or, c'est justement à propos d'opérations qui affectent le contrôle que la Loi établit le principe de l'égalité de traitement. En l'absence d'explication convaincante sur le supplément de contrepartie dans le cadre d'une opération reliée au contrôle, nous n'avons pas d'autre choix que de présumer que le supplément de contrepartie est relié au transfert du contrôle, ce que, précisément, l'article 145 de la Loi veut interdire.

J'arrive donc à la conclusion que la dispense demandée doit être refusée: il y a non seulement inégalité de contrepartie, mais aussi non-équivalence de contrepartie, et cette non-équivalence a clairement l'effet d'accorder à un porteur de bloc important un supplément de contrepartie et, à défaut d'explication convaincante établissant le contraire, ce supplément de contrepartie paraît relié au transfert de contrôle. C'est précisément là une situation du genre de celles que vise à empêcher la règle de l'égalité de traitement édictée à l'article 145 de la Loi.

Consolidated Environmental Technologies Ltd., CET Acquisitions Inc. et Saninor Environ*ment Inc. (Groupe Sanivan)[1]

La société Consolidated Environmental Technologies Ltd. (ci-après CET), a conclu une entente le 17 août 1990 avec les principaux actionnaires de Groupe Sanivan Inc., un émetteur assujetti dont les actions sont inscrites à la cote de la Bourse de Montréal, en vue du dépôt d'une offre pour la totalité des actions de Groupe Sanivan Inc. (ci-après Sanivan) autres que celles détenues par l'un de ses principaux actionnaires, Saninor Environ*ment Inc. (ci-après Saninor). À cet effet, l'entente prévoit qu'une nouvelle société soit formée aux fins de réunir, dans un premier temps, la participation de Saninor dans cette nouvelle société et dans un deuxième temps, de lancer l'offre publique sur les actions ordinaires de Sanivan. Cette nouvelle société se nommera CET Acquisitions Inc. (ci-après Acquisitions).

Le tableau qui suit résume l'emprise actuelle des différents porteurs de Sanivan:

Actionnaires	Nombre d'actions	%
Groupe Intrabec Inc.	1 000 501	24.8
Saninor (détenue à part égale par Noranda Inc. et Groupe Intrabec Inc.)	2 065 202	51.2
Public	967 945	24.0
	4 033 648	100 %

La convention prévoit que Acquisitions lancera une offre publique d'achat sur les actions ordinaires de Sanivan à 4.75 $. Par ailleurs, la convention prévoit une série d'opérations décrites ci-après dont le but est de faire en sorte que chacune de Saninor et CET détienne après la clôture de l'offre, indirectement par l'intermédiaire d'Acquisitions, 50 % des actions ordinaires de Sanivan:

i) Saninor cédera à Acquisitions, immédiatement avant le dépôt de l'offre, 2 065 202 actions de Sanivan en échange de l'émission de 2 016 824 actions ordinaires ne comportant pas droit de vote de catégorie B et de 48 378 actions privilégiées ne comportant pas droit de vote d'Acquisitions;

ii) au même moment, CET souscrira 2 016 823 actions ordinaires votantes de catégorie A d'Acquisitions en contrepartie de 9 579 913 $ (4,75 $ l'action). Le produit de la souscription sera affecté au prix d'achat des actions acquises en vertu de l'offre et au rachat des 48 378 actions privilégiées de catégorie C d'Acquisitions émises à Saninor (voir paragraphe ci-dessus);

1 Décision n° 90-C-0284, le 29 octobre 1990

iii) lors de la clôture de l'offre, Acquisitions procédera au rachat des 48 378 actions privilégiées à un prix de 4,75 $ l'action.

Le transfert, immédiatement avant le lancement de l'offre, par Saninor en faveur d'Acquisitions, de 2 065 202 actions ordinaires de Sanivan en contrepartie de l'émission par Acquisitions à Saninor de 2 016 824 actions ordinaires ne comportant pas droit de vote de catégorie B et 48 378 actions privilégiées ne comportant pas de droit de vote de catégorie C, constitue une offre publique d'achat en vertu de l'article 110 de la Loi. Cette opération devrait normalement donner lieu à l'application des dispositions concernant les offres publiques d'achat; cependant, la Commission est d'avis que ce transfert n'a pas pour but d'offrir des conditions plus avantageuses à Saninor, et elle la dispense de l'application des chapitres III et IV du titre IV de la Loi.

Ce transfert étant effectué dans les 90 jours avant le lancement de l'offre, la Commission dispense, pour les mêmes motifs, Acquisitions de l'application de l'article 142.1 de la Loi, à l'occasion de l'offre publique d'achat qu'elle entend faire sur la totalité des actions de Sanivan.

De plus, la Commission dispense l'initiateur de l'obligation prévue à l'article 183 du Règlement d'établir une évaluation de la société visée, au motif que le prix d'offre a été négocié à distance avec les principaux porteurs et que les titres de Sanivan ont fait l'objet d'opérations au moins 50 % des jours en bourse au cours des deux mois qui ont précédé la date de l'annonce de l'offre et que pour chacun de ces jours, les initiés de l'initiateur n'ont pas été à l'origine des négociations de la majorité de ces titres.

En outre, la Commission autorise CET, la société Noranda Inc. et Groupe Intrabec Inc. à déroger à l'article 145 de la Loi en prévoyant des options croisées de vente et d'achat afin de permettre à CET d'acquérir les actions en circulation de Saninor, de sorte que CET deviendrait, suite à la levée de ces options, le seul propriétaire véritable des actions de Sanivan.

Les requérants ont convaincu la Commission que le mécanisme d'option a pour but non pas d'avantager ces sociétés mais bien de permettre à CET d'avoir des assurances valables d'indemnisation en cas d'inexactitudes ou fausseté des représentations des principaux actionnaires de la société visée. La Commission estime que le mécanisme mis en place respecte l'esprit de la décision qu'elle a rendue dans l'affaire 2425-4526 Québec Inc. et Noverco (décision n° 90-C-0124, Bulletin CVMQ XXI (1990), n° 44, p. 2) et que cette dérogation ne porte pas atteinte à la protection des épargnants. La présente décision ne doit pas être interprétée comme étant une remise en cause du principe d'égalité prévu à l'article 145 de la Loi; chaque demande de dispense sera étudiée à son mérite et dans son contexte particulier.

Les dispenses sont accordées aux conditions suivantes:

1) l'offre sera conditionnelle au dépôt d'au moins 90 % des actions ordinaires détenues directement par le public et le Groupe Intrabec Inc.;
2) les requérants s'engagent a ne pas modifier la convention d'actionnaires de Saninor sans obtenir l'approbation préalable de la Commission;
3) si, au moment de la levée de l'option d'achat ou de vente, il reste des actionnaires minoritaires publics de Sanivan, une offre publique d'achat formelle sera faite à ces actionnaires, nonobstant le fait qu'une dispense des exigences de la Loi sur les valeurs mobilières pourrait être obtenue.

Le marché des valeurs mobilières

– Les mesures conservatoires

Duhamel, Régimbald Inc, et Claude Duhamel[1]

L'objet de l'audience

L'audience tenue le 15 mai 1990 faisait suite à l'avis de convocation adressé le 25 avril 1990 au courtier d'exercice restreint Duhamel, Régimbald Inc. (la société) et à M. Claude Duhamel afin de déterminer s'il y avait lieu de suspendre ou de radier le courtier et de retirer l'agrément de M. Claude Duhamel comme dirigeant responsable au Québec.

L'avis de convocation mentionnait, en outre, les éléments suivants:

«Attendu que le courtier d'exercice restreint Duhamel, Régimbald Inc. a fait défaut de déposer auprès de la Commission ses états financiers annuels vérifiés au 30 septembre 1989, ainsi que le questionnaire prévu à l'annexe 2 de l'Instruction générale n° Q-9 et le rapport annuel prévu à l'annexe 7 de cette Instruction générale, comme l'exigent l'article 158 de la Loi et les articles 44 et 47.1 de cette Instruction générale, malgré le délai supplémentaire dont il a bénéficié;

Attendu que, dans ces conditions, la Commission n'est pas en mesure d'apprécier la situation financière du courtier;

1 Me Guy Lemoine, M. Roland Côté, f.c.a., et M. Gérard M. Beaulieu – Décision n° 90-C-0147, le 25 mai 1990

Attendu que, selon l'analyse faite par la Direction de l'encadrement du marché, le rapport du courtier établi au 21 février 1990 ferait ressortir une insuffisance du fonds de roulement;

Attendu que le rapport mensuel du courtier pour le mois de février 1990 indique, avant analyse, une insuffisance de fonds de roulement. »

Au début de l'audience, M. Duhamel et la société ont été informés qu'ils pouvaient être assistés d'un avocat s'ils le souhaitaient. M. Duhamel a renoncé au droit des intimés d'être représentés par avocat.

Analyse des faits et des arguments

Le procureur de la Direction de l'encadrement du marché, Me Jacques Breton, a renoncé à présenter quelque preuve que ce soit relativement à un autre élément de l'avis de convocation, qui a été retiré.

Le premier point en litige soumis à la Commission reposait sur l'allégation selon laquelle la société avait omis de déposer auprès de la Commission ses états financiers annuels vérifiés au 30 septembre 1989, ainsi que le questionnaire prévu à l'annexe 2 de l'Instruction générale n° Q-9 et le rapport annuel prévu à l'annexe 7 de cette Instruction générale, comme l'exigent l'article 158 de la Loi et les articles 44 et 47.1 de cette Instruction générale, et ce malgré le délai supplémentaire dont elle a bénéficié.

La société a reconnu avoir omis de déposer en temps opportun ces documents et a fourni des explications à cet égard. Elle vient de procéder à une réorganisation importante et a dû apporter un certain nombre de correctifs internes, notamment en embauchant un comptable à temps plein et en effectuant un contrôle plus rigoureux de ses dépenses. Elle a de plus fait entendre son vérificateur, M. Michel Poitras, c.a., de la firme Raymond, Chabot, Martin, Paré. Celui-ci a déposé lors de l'audience les états financiers annuels de la société dont la vérification venait d'être complétée suite à une entente intervenue entre la société et un de ses créanciers, tel que confirmé dans une lettre du 11 mai 1990.

Compte tenu des explications fournies à la Commission, du dépôt des états financiers de la société et de la pertinence de ces derniers pour compléter le questionnaire prévu à l'annexe 2 de l'Instruction générale n° Q-9 ainsi que le rapport annuel prévu à l'annexe 7 de cette Instruction générale, la Commission accorde à la société jusqu'au 29 mai 1990 pour lui faire parvenir ces documents.

Le second point en litige soumis à la Commission concernait le rapport mensuel de la société de février 1990 qui faisait ressortir une insuffisance de fonds de roulement.

Les témoignages de M. Poitras et de M. Duhamel font état d'une amélioration de la situation financière de la société et une réduction substantielle de ses comptes à payer. Notamment, une convention a été conclue relativement à une créance initiale de 290 583 $, sur laquelle une somme de 122 775 $ a été payée. L'effet de cette convention serait de réduire le solde de la créance de 82 808 $ lorsque le solde des montants dus (actuellement 85 000 $) aura été entièrement acquitté.

En ce qui concerne l'analyse des éléments du fonds de roulement, le procureur de la Direction s'oppose à l'inclusion par les intimés, comme actif à court terme, d'un certain placement effectué dans une unité de société en commandite. Après avoir entendu les arguments des parties, la Commission refuse de reconnaître que cette unité de société en commandite soit considérée comme un actif à court terme, aux fins du calcul du fonds de roulement de la société. La Commission considère que la liquidité de ce placement est plutôt restreinte et qu'il ne possède pas les caractéristiques d'un actif pouvant être réalisé à court terme.

M. Duhamel a déclaré qu'un emprunt bancaire d'un montant initial de 135 000 $, et dont le solde actuel est de 90 000 $ garanti par certificat de dépôt, avait été erronément imputé à la société au lieu d'être imputé personnellement à MM. Claude Duhamel et Daniel Boivin. Les intimés ont déposé devant la Commission une lettre visant à faire rectifier la situation.

De plus, M. Duhamel a représenté à la Commission qu'il fallait soustraire des comptes à payer imputés à la société un compte d'une valeur de 42 500 $ qui serait dû par la Société en commandite Crédit Trans-Aéro (CTA) et non par la société.

Des projections de revenus laissent également voir à court terme des possibilités de redressement de la situation financière de la société.

À la lumière des explications fournies, la Direction de l'encadrement du marché a recommandé à la Commission de ne pas suspendre la société. Le procureur de la Direction a cependant demandé que le maintien de l'inscription du courtier et de l'agrément du dirigeant responsable soit soumis à plusieurs conditions. Les intimés ont affirmé que ces conditions pouvaient être respectées.

La décision

En conséquence, la Commission maintient l'inscription du courtier d'exercice restreint Duhamel, Régimbald Inc. et l'agrément de M. Claude Duhamel

comme dirigeant responsable au Québec, aux conditions suivantes:

- les intimés devront faire parvenir d'ici le 29 mai 1990, à la Secrétaire de la Commission, une attestation à l'effet que la Banque Royale libère Duhamel Régimbald Inc. de l'emprunt bancaire mentionné au bilan du 30 septembre 1989 et aux états financiers relatifs au fonds de roulement;
- les intimés devront faire parvenir d'ici le 29 mai 1990, une attestation à l'effet que la société Duhamel Régimbald Inc. est libérée de la créance de 42 500 $ présumément due par la Société en commandite Crédit Trans-Aéro;
- les intimés devront se conformer aux exigences relatives au fonds de roulement d'ici au 31 juillet 1990 et faire parvenir un rapport à cet effet (annexe 6 de l'Instruction générale n° Q-9), accompagné des commentaires du vérificateur. Le rapport du 31 juillet ainsi que les commentaires du vérificateur devront être déposés auprès de la Secrétaire de la Commission au plus tard le 21 août 1990. Aux fins du calcul du fonds de roulement, la Commission ne tiendra pas compte du placement temporaire dans une société en commandite ni de toute option relative à cet élément d'actif, de même que de toutes avances faites par une société apparentée;
- la Commission prend également note de l'engagement du courtier à faire parvenir dans le plus bref délai les documents prévus au premier paragraphe de l'avis de convocation.

À défaut par le courtier de remplir ces conditions dans les délais prévus, la Commission reconsidérera la présente décision.

Le dispositif de la présente décision a été communiqué aux parties le 15 mai 1990.

Richard Mercille[1]

L'audience

M. Richard Mercille a demandé à la Commission de lever une ordonnance de blocage de fonds.

L'audience a débuté le 13 août 1990 et s'est poursuivie le 20 août.

Les faits

La Commission a ordonné le 23 mars 1987, par sa Décision n° 8190, modifiée subséquemment par la Décision n° 8617, qu'une enquête soit instituée concernant les opérations sur les titres de la société Ressources minières Aabarock Inc. En décembre 1987, la société a procédé au changement de sa dénomination sociale de Ressources minières Aabarock pour la dénomination Exploration Finor Inc.

Le 31 mars 1988, M. Richard Mercille, représentant inscrit à la Bourse de Montréal, a été trouvé coupable par le Comité de discipline de la Bourse de Montréal de sept chefs d'accusation en rapport avec les opérations sur les titres de la société Ressources minières Aabarock Inc. et son inscription a été suspendue pour une période de deux ans. M. Mercille en a appelé de cette décision, devant le Comité des gouverneurs de la Bourse de Montréal, et celui-ci a révoqué son inscription. Le 31 mars 1989, la Commission maintenait, par la Décision n° 89-C-0106, la décision du Comité des gouverneurs, à savoir la révocation de l'inscription et l'imposition au requérant du paiement des frais et débours. Cette dernière décision est en appel devant la Cour du Québec.

La preuve entendue lors de l'audience révèle que l'enquêteur désigné par la Commission a remis son rapport d'enquête à la fin du printemps 1989. Bien qu'ayant déjà remis son rapport, il a néanmoins continué son travail d'enquête en recueillant notamment la preuve d'éléments survenus subséquemment à la confection du rapport déjà mentionné. Ainsi, le 12 juillet 1989, il a effectué une perquisition au domicile de M. Richard Mercille au cours de laquelle il a notamment saisi des documents (datés du 11 et du 16 mai 1989) relatifs à l'ouverture d'un compte bancaire Suisse. Il a alors conclu erronément que les fonds de M. Mercille étaient déjà transférés en Suisse.

M. Montminy a été informé au mois de septembre 1989 que M. Mercille voulait retirer des fonds chez Lévesque Beaubien Geoffrion Inc., qu'il voulait quitter le pays et qu'il étudiait la possibilité de déclarer une faillite personnelle.

L'enquêteur de la Commission a été en mesure de constater que le produit des opérations sur les titres de Ressources minières Aabarock Inc. avait été transféré au compte de Richard Mercille auprès de la firme Lévesque Beaubien Geoffrion Inc. Cette dernière a émis, le 22 septembre 1989, un chèque au montant de 228 583,05 $ payable à l'ordre de Richard Mercille et représentant les fonds déposés dans ce compte. Ce chèque a été remplacé le même jour par une traite bancaire de la Banque Nationale du Canada payable à l'ordre de M. Richard Mercille.

Le 24 septembre 1989, l'effet de commerce fut saisi sur la personne de M. Richard Mercille par un douanier à l'aéroport international de Mirabel alors que le requérant s'apprêtait à quitter le Canada. Il fut remis subséquemment à M. Montminy, enquêteur, relativement à l'enquête à l'égard des opérations de Ressources minières Aabarock Inc.

---

1 Me Guy Lemoine, M. Roland Côté, f.c.a., et M. Marcellin Tremblay – Décision n° 90-C-0338, le 10 décembre 1990

Le 11 octobre 1989, la Commission émettait une ordonnance de blocage par sa Décision n° 89-C-0332 qui ordonnait à la Banque Nationale de ne pas se départir de la somme de 228 583,05 $. Cette décision ayant été rendue sans audition préalable, en vertu de l'article 318 de la Loi, la Commission donnait à toute personne visée par la décision l'occasion d'être entendue devant elle le 25 octobre 1989 à 9 h 30. À la demande du procureur du requérant, l'audience fut remise à plusieurs reprises.

Par sa Décision n° 89-C-0419 en date du 12 décembre 1989, la Commission annulait sa décision initiale de blocage et émettait le même jour une nouvelle ordonnance de blocage portant le numéro 89-C-0420 en vue du gel de la somme de 228 583,05 $. La décision ayant été rendue en vertu de l'article 318 de la Loi, la Commission donnait encore une fois à toute personne visée par la décision l'occasion d'être entendue devant elle le 21 décembre 1989 à 9 h 30. Le 19 décembre 1989, le procureur de l'intimé à l'époque demandait, comme il l'avait déjà fait à trois reprises dans le cas de l'ordonnance de blocage précédente, de reporter cette audience «à une date à être déterminée». L'ordonnance de blocage du 12 décembre 1989 fut contestée par voie de requête en évocation et le recours fut rejeté en mars 1990. Le requérant a porté en appel cette dernière décision.

L'ordonnance du 12 décembre 1989 n'ayant effet que pour une période de 90 jours, fut renouvelée le 7 mars 1990 par la Décision n° 90-C-0071. Le 27 avril 1990, le nouveau procureur de M. Mercille requérait une audience relative à l'ordonnance de blocage et à son renouvellement ainsi que des précisions sur la détermination des fonds.

L'ordonnance de blocage fut renouvelée une seconde fois le 31 mai 1990 par la Décision n° 90-C-0162 pour une période de 90 jours.

M. Richard Mercille déposa une seconde requête en évocation le 20 juin 1990 qui visait l'annulation de la décision du 12 décembre 1989 ainsi que les renouvellements du mois de mars et du mois de mai 1990.

La Secrétaire de la Commission avisait le 30 juillet 1990 le procureur actuel de M. Mercille qu'une audience avait été fixée le 13 août 1990 à 9 h 30 au siège de la Commission. Entre-temps, l'honorable juge James T. Kennedy de la Cour Supérieure rejetait la requête en évocation du 20 juin 1990 au motif que la Cour Supérieure s'était déjà prononcée le 5 mars 1990 à l'égard de l'ordonnance du 12 décembre 1989 et qu'il y avait par conséquent chose jugée. En ce qui a trait au délai pour tenir audience devant la Commission, le juge Kennedy soulignait ce qui suit:

«Le fait que pendant les quinze (15) jours, M. Mercille n'a pas eu l'occasion d'être entendu, est en grande partie imputable à ses propres agissements.»
(C.S. Montréal, 500-05-008310-904, 1990-08-10, p. 5)

Questions en litige

L'audience a porté principalement sur les points suivants:

A) L'ordonnance de blocage du 12 décembre 1989 ainsi que les ordonnances de renouvellement subséquentes furent-elles émises en conformité de la Loi?

B) La Commission doit-elle maintenir l'ordonnance de blocage des fonds de M. Mercille?

C) Le requérant demande à la Commission des précisions concernant la détermination des fonds en vertu de l'article 255 de la Loi.

Arguments du requérant

Le procureur de M. Mercille conteste tout d'abord l'ordonnance de blocage ainsi que les ordonnances de renouvellement de celle-ci. Il souligne que l'enquêteur de la Commission, M. Montminy, a déposé son rapport d'enquête à la fin du printemps 1989 et que par conséquent l'ordonnance de blocage du 12 décembre 1989 ne pouvait plus être considérée comme ayant été émise «en vue ou au cours d'une enquête» conformément aux conditions de l'article 249 de la Loi. Selon Me Legault, l'enquête était terminée durant l'été 1988 ou à tout le moins dès le dépôt du rapport.

Il ajoute qu'il n'y a de toute façon plus de motif qui justifie le maintien de l'ordonnance et qu'il n'existe plus d'élément de preuve démontrant que son client veuille encore quitter le pays. Il prétend également qu'il n'y a plus d'enquête à l'heure actuelle car selon lui, son client ne pourrait plus être poursuivi en vertu de la Loi sur les valeurs mobilières car il y aurait déjà prescription. Il allègue également que le pouvoir de blocage ne peut être exercé qu'«en vue ou au cours d'une enquête» et que dès que l'enquête est terminée l'ordonnance devrait être levée.

Le blocage ne peut être ordonné que pour faire une enquête et ne doit pas selon lui être utilisé comme mesure conservatoire ni de saisie avant jugement aux fins de poursuites civiles.

Il prétend de plus que l'ordonnance de blocage ne peut faire l'objet que d'un seul renouvellement.

Le requérant demande aussi à la Commission des précisions sur la détermination des fonds en vertu de l'article 255 de la Loi.

Arguments du procureur de la Commission

Le procureur de la Commission est d'avis que l'enquête ne se termine qu'avec le jugement final ou que lorsque la décision de ne pas intenter de recours est prise. Il souligne que des faits nouveaux ont été portés à l'attention de M. Montminy après la préparation de son rapport et qu'en conséquence l'enquêteur a poursuivi son enquête subséquemment. Me Proulx prétend que même si l'enquêteur avait déjà une preuve relativement à la commission d'une infraction au moment où il a soumis son rapport, il n'avait cependant pas pour autant au même moment de preuve lui permettant de savoir où M. Mercille avait conservé l'argent; cette preuve ne lui est parvenue que beaucoup plus tard. De la même façon, ce n'est que longtemps après le dépôt de son rapport que l'enquêteur a été informé de l'intention de M. Mercille de quitter le pays avec l'argent ayant fait l'objet de l'ordonnance de blocage. Il est donc d'avis que l'ordonnance de blocage pouvait être légitimement émise le 12 décembre 1989, car à cette date l'enquête était toujours en cours.

Me Proulx souligne qu'il est encore à craindre que si la somme bloquée est remise à M. Mercille, celui-ci s'enfuira.

Il est d'avis que la seule condition à respecter pour permettre un blocage est que cette ordonnance soit émise en vue ou au cours d'une enquête. Il souligne cependant qu'en plus de ce critère la Commission pouvait également considérer d'autres motifs dans la présente affaire, notamment le fait que M. Mercille voulait quitter le pays avec une somme de quelque 228 000 $, le dépôt d'accusations criminelles contre lui ainsi que l'ouverture d'un compte de banque en Suisse.

Selon lui, le blocage n'a pas comme seul but de découvrir et de conserver un moyen de preuve lors d'une enquête mais sert également à protéger le public. Pour appuyer cette proposition, il invoque le paragraphe 2 de l'article 276 de la Loi qui prévoit notamment comme faisant partie de la mission de la Commission le devoir d'*« assurer la protection des épargnants contre les pratiques déloyales, abusives et frauduleuses »*. Selon lui, le blocage est comparable à une saisie avant jugement, suivant le Code de procédure civile.

De plus, soumet-il, même si certaines poursuites pénales étaient prescrites, des recours civils pourraient néanmoins être intentés par des personnes lésées ou des créanciers de M. Mercille et alors les sommes bloquées pourraient être utilisées pour les compenser.

Analyse de la Commission

La Commission est d'avis que pour résoudre le présent dossier, elle doit d'abord déterminer si les ordonnances de blocage et les renouvellements sont survenus en vue ou au cours d'une enquête. Pour ne pas perdre de vue les règles de droit qui régissent la présente affaire, il est utile de rappeler certains articles de la Loi. Les dispositions pertinentes sont rédigées comme suit:

« 239. La Commission peut instituer une enquête en vue d'assurer l'application de la présente loi et des règlements ou en vue de réprimer les infractions prévues par la présente loi, les infractions aux règlements et les infractions en matière de valeurs mobilières résultant des dispositions adoptées par une autre autorité législative.

La Commission peut également instituer une enquête pour vérifier, à la suite d'une plainte, s'il y aurait lieu de recommander au ministre la nomination d'un administrateur.

249. La Commission peut, en vue ou au cours d'une enquête:

1° ordonner à la personne qui fait ou ferait l'objet de l'enquête de ne pas se départir de fonds, titres ou autres biens qu'elle a en sa possession;

2° ordonner à la personne qui fait ou ferait l'objet de l'enquête de ne pas retirer des fonds, titres ou autres biens des mains d'une autre personne qui les a en dépôt ou qui en a la garde ou le contrôle;

3° ordonner à toute autre personne de ne pas se départir des fonds, titres ou autres biens visés au paragraphe 2°.

276. La Commission des valeurs mobilières du Québec constituée par la Loi sur les valeurs mobilières (chapitre V-1) est continuée; elle est chargée de l'administration de la présente loi et exerce les fonctions qui y sont prévues.

Elle a pour mission:

1° de favoriser le bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières;

2° d'assurer la protection des épargnants contre les pratiques déloyales, abusives et frauduleuses;

....

316. La Commission exerce la discrétion qui lui est conférée en fonction de l'intérêt public. »

Après avoir examiné la preuve soumise et les arguments de Me Legault et de Me Proulx, il nous apparaît clair que l'enquête de M. Montminy s'est poursuivie longtemps après la confection de son rapport et que non seulement l'existence d'éléments nouveaux ont été portés à son attention subséquemment mais également que ces faits sont également survenus après le dépôt de son rapport. Ces faits sont intimement liés à l'enquête entreprise et s'inscrivent dans la poursuite des actes sous examen.

L'enquête à laquelle la Loi réfère s'étend au-delà de la simple cueillette et de l'analyse d'éléments de preuve. Elle inclut les mesures visant l'application de la Loi et du Règlement, en vue de réprimer les infractions prévues par la Loi sur les valeurs mobilières ou les infractions prévues au Règlement et les infractions en matière de valeurs mobilières résultant des dispositions adoptées par une autre autorité législative. La répression inclut l'imposition d'une peine suite à la commission d'un délit prévu soit par la Loi sur les valeurs mobilières ou le Règlement ou par une loi adoptée par une autre autorité législative.

Interpréter le pouvoir de blocage au cours d'une enquête aussi restrictivement que le propose le procureur de M. Mercille entraînerait qu'il faille débloquer les fonds dès que l'enquêteur a pu faire certaines constatations ou au plus tard dès qu'il conclut qu'il y a des motifs de croire qu'une infraction prévue par la Loi sur les valeurs mobilières ou le Règlement a été commise.

La Commission ne croit pas qu'il faille limiter ainsi la portée que le législateur a voulu donner à cet outil. Rappelons que l'article 41 de la Loi d'interprétation (L.R.Q., c. I-16) prévoit que:

> *« 41. Toute disposition d'une loi, qu'elle soit impérative, prohibitive ou pénale, est réputée avoir pour objet de remédier à quelque abus ou de procurer quelque avantage.*
>
> *Une telle loi reçoit une interprétation large, libérale, qui assure l'accomplissement de son objet et l'exécution de ses prescriptions suivant leurs véritables sens, esprit et fin. »*

De plus, la jurisprudence a reconnu que l'on doit interpréter la Loi sur les valeurs mobilières en se rappelant le rôle protecteur joué par les commissions et leur mission qui est de protéger le public. Dans l'arrêt *Brosseau c. Alberta Securities Commission* rendu le 9 mars 1989 et publié à [1989] 1 R.C.S. 301, l'honorable juge L'heureux-Dubé de la Cour Suprême du Canada s'est penchée sur la question du rôle des commissions de valeurs mobilières et de l'interprétation que l'on doit donner aux lois portant sur les valeurs mobilières. Voici ce qu'elle dit, à la page 314:

> *« D'une manière générale, on peut dire que les lois sur les valeurs mobilières visent à réglementer le marché et à protéger le public. Cette Cour a reconnu ce rôle dans l'arrêt Gregory & Co. v. Quebec Securities Commission, [1961] R.C.S. 584, dans lequel le juge Fauteux a fait remarquer à la p. 588:*
>
> *« [TRADUCTION] L'objet prépondérant de la loi est d'assurer que les personnes qui, dans la province, exercent le commerce des valeurs mobilières ou qui agissent comme conseillers en placement, sont honnêtes et de bonne réputation et, ainsi, de protéger le public, dans la province ou ailleurs, contre toute fraude consécutive à certaines activités amorcées dans la province par des personnes qui y exercent ce commerce. »*
>
> *Ce rôle protecteur, qui est commun à toutes les commissions de valeurs mobilières, donne à ces organismes un caractère particulier qui doit être reconnu lorsqu'on examine la manière dont leurs fonctions sont exercées aux termes des lois qui leur sont applicables. »*

Les interprétations proposées par le requérant dépouilleraient le pouvoir de blocage de son efficacité en le ramenant pratiquement à un simple outil permettant une inspection. Si tel avait été le cas, le législateur n'aurait vraisemblablement pas permis qu'un tel blocage puisse durer pour une période de quatre-vingt-dix jours et même pouvoir être renouvelé. Certes il est parfois difficile de dire avec précision à quel moment une enquête est complétée. Celle-ci comprend non seulement une phase de cueillette d'information et de vérification mais également une phase d'analyse avant d'en arriver à une conclusion. Il peut même arriver que la conclusion soit infirmée ou confirmée subséquemment par des faits nouveaux portés à l'attention de l'enquêteur ou de la Commission.

Il nous semble opportun de souligner que les dispositions relatives au pouvoir de blocage (articles 249 et 256 de la Loi) ainsi que les dispositions à l'égard de l'administration provisoire et la liquidation (articles 257 à 262 de la Loi) font partie du chapitre II du titre IX intitulé «Mesures conservatoires». Or, si quelque doute subsistait à l'égard du caractère conservatoire de ces mesures, la Commission aurait pu avoir recours à l'intertitre pour interpréter ces disposition. Le professeur Pierre-André Côté a bien exprimé ce que doit être l'attitude de l'interprète à l'égard des intertitres:

> *« Il est admis que les intertitres font partie de la loi et qu'on peut y avoir recours pour l'interpréter. Les intertitres peuvent être utiles en permettant de situer une disposition dans la structure générale du texte: ils en montrent pour ainsi dire la charpente, l'ossature. On peut également les consi-*

dérer comme faisant fonction de préambule aux dispositions qu'ils introduisent: ils constituent une «...clé pour l'interprétation des articles qu'ils coiffent».»
(Paul-André Côté, Interprétation des lois, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1982, p. 48)
(Les notes ont été supprimées)

Le blocage constitue non seulement un outil pour cueillir de l'information, mais de plus il permet de la conserver jusqu'à la fin de l'enquête dans son sens large tel que décrit précédemment. Le blocage constitue une mesure conservatoire à la fois d'une preuve et d'un actif corporel.

En conséquence, il nous apparaît clair que tant au moment où le blocage fut prononcé qu'au moment où il fut renouvelé, les ordonnances furent émises «en vue ou au cours d'une enquête».

Le procureur du requérant soutient que l'ordonnance ne peut faire l'objet que d'un seul renouvellement. La Commission ne peut souscrire à un tel argument. La Loi d'interprétation édicte à son article 54 que:

«54. Le nombre singulier s'étend à plusieurs personnes ou à plusieurs choses de même espèce, chaque fois que le contexte se prête à cette extension.»

La Commission est d'avis que si le législateur avait voulu une telle limitation dans la Loi sur les valeurs mobilières, il l'aurait fait explicitement. D'ailleurs l'honorable juge James T. Kennedy a déjà eu l'occasion de se prononcer sur cette question et a rejeté cette prétention. Il souligne ce qui suit:

«Je trouve, surtout dans la version française, que le législateur n'a pas limité la possibilité que l'ordonnance rendue puisse être renouvelée une seule fois.»
(C.S., Montréal, 500-05-008310-904, 1990-08-10, p. 3)

Nous devons déterminer maintenant s'il y a lieu de prolonger l'effet de l'ordonnance de blocage. L'importance d'une ordonnance de blocage et son impact auprès des justiciables oblige la Commission à considérer plusieurs facteurs avant d'émettre une telle décision. La Commission doit notamment considérer la protection des épargnants, la nécessité de cette mesure, son impact à l'égard de la personne visée et l'absence d'alternative moins onéreuse.

Après avoir entendu la preuve et délibéré, la Commission estime que les conditions et les faits qui ont justifié l'ordonnance de blocage et ses renouvellements sont sensiblement modifiés aujourd'hui.

Il y a tout d'abord lieu de considérer que bien qu'au moment de la saisie du 24 septembre 1989, M. Mercille s'apprêtait à quitter le pays, il s'est déjà écoulé environ un an depuis et le requérant a continué à vivre au pays.

De plus, la somme initialement bloquée pour un montant de 228 583,05 $ a été considérablement réduite à la suite d'une saisie de 88 461,05 $ effectuée par Revenu Canada et d'une saisie de 73 007,28 $ effectuée par le Ministère du Revenu du Québec.

La Commission considère également que le législateur a prévu d'autres mesures conservatoires alternatives aux fins de procédures civiles.

La Commission retient également qu'il n'y a pas eu à ce jour de poursuites pénales intentées contre M. Mercille en vertu de la Loi sur les valeurs mobilières, bien que l'enquête relative à la société Ressources minières Aabarock Inc. a été ouverte le 23 mars 1987.

La décision

Après avoir délibéré, la Commission conclut que l'ordonnance de blocage du 12 décembre 1989 et ses renouvellements étaient justifiés. Bien que diverses procédures soient encore pendantes devant diverses instances relativement aux opérations sur les titres de Ressources minières Aabarock Inc., il ne nous apparaît cependant pas opportun, à la lumière des faits actuels, de maintenir en vertu de nos pouvoirs cette ordonnance de blocage pour l'avenir.

Compte tenu de notre décision de ne pas prolonger l'effet de l'ordonnance de blocage, il nous apparaît inutile de nous prononcer sur la demande de précision sur la détermination des fonds en vertu de l'article 255 de la Loi.

– Les mesures disciplinaires

Services Financiers Invesco Inc., M. Michel Houde, M. Luc Godin et Mme Maryse Plante[1]

L'objet de l'audience

L'audience tenue le 12 juin 1990 faisait suite à l'avis de convocation adressé le 14 mai 1990 au courtier d'exercice restreint Services Financiers Invesco Inc. (la société) et aux intimés M. Michel Houde, M. Luc Godin et M^me^ Maryse Plante, afin de déterminer s'il y avait lieu de suspendre ou de radier le courtier et de retirer les droits conférés par l'inscription au courtier, à ses dirigeants ou à Maryse Plante, ou assortir leur exercice de restrictions ou de conditions.

L'avis de convocation mentionnait, en outre, les éléments suivants:

1 M. Maurice Cusson, c.a., M^e^ Guy Lemoine et M. Gérard M. Beaulieu – Décision n° 90-C-0176, le 20 juin 1990

« 1) Le courtier d'exercice restreint Services Financiers Invesco Inc. ...a fourni à la Commission des informations fausses ou trompeuses relativement au placement des parts de la Société d'investissement Auberges du Canada :

...

2) Invesco, notamment par l'entremise de Maryse Plante, alors directrice des ventes du courtier, a aidé des personnes non inscrites à titre de courtier en valeurs ou de représentant d'un tel courtier à effectuer le placement des parts de la Société d'investissement Auberges du Canada :

...

3) De plus, Invesco a eu, en rapport avec le placement des titres de la société SPEQ - Kenta Internationale Ltée, une conduite non professionnelle en ne remplissant pas son obligation de diligence ;

4) Les rapports mensuels du courtier pour les mois d'octobre et de novembre 1989 indiquent une insuffisance du fonds de roulement exigé par l'article 208 du règlement, tel que modifié par la décision n° 89-C-0229 de la Commission ;

5) De plus, selon l'analyse effectuée par la Direction de l'Encadrement du marché, les rapports mensuels du courtier pour les mois de décembre 1989 et janvier 1990 feraient ressortir une insuffisance du fonds de roulement. »

Analyse des faits et des arguments

Le procureur de la Direction de l'encadrement du marché, Me Jacques Breton, a présenté une preuve par admissions et les parties ont de plus proposé une suggestion commune quant aux mesures à prendre tant contre la société que contre Mme Maryse Plante.

Société d'Investissement Auberges du Canada

La preuve démontre qu'un prospectus définitif a été visé le 23 décembre 1987 par la Commission relativement au placement de 1 000 parts de la Société d'Investissement Auberges du Canada (l'émetteur) à un prix de souscription de 10 625 $ chacune. Selon les termes du prospectus, signé par Mme Plante, la société devait agir comme placeur pour compte pour ces valeurs. Mme Plante, qui était à l'époque directrice des ventes de la société, devait s'occuper du placement des parts de l'émetteur au nom du courtier.

La preuve révèle que plusieurs investisseurs ont pris connaissance du placement par le biais d'annonces parues dans un quotidien au cours des mois de novembre et décembre 1987. Ils ont ensuite rencontré certains promoteurs de l'émetteur, non inscrits auprès de la Commission comme courtiers, et ont signé directement auprès d'eux des souscriptions pour l'achat de parts. Mme Plante a signé à titre de témoin environ 114 formulaires de souscription recueillis directement par les promoteurs.

Mme Plante a assisté, à titre de représentante de la société, à la séance de clôture du placement et un chèque de 30 000 $ fait à l'ordre d'Invesco lui fut alors remis en guise de rémunération pour le placeur pour compte. Le prospectus mentionnait cependant que la rémunération du placeur pour compte devait s'élever à 400 000 $ pour l'offre minimale et à 800 000 $ pour l'offre maximale.

La société, par l'intermédiaire de son dirigeant responsable à l'époque, a subséquemment fait parvenir à la Commission, en vertu de l'article 94 du Règlement, un rapport sur les titres placés dans lequel elle indiquait qu'elle avait placé tous les titres.

La Commission conclut donc que le placement des parts de la Société d'Investissement Auberges du Canada a dans les faits été effectué par l'intermédiaire de personnes non inscrites avec la complicité de la société et de Mme Plante, et non par la société intimée, comme prévu au prospectus et que de plus le rapport sur les titres placés déposé par la société auprès de la Commission contenait des renseignements faux et trompeurs.

Une telle conduite de la part d'une personne inscrite est totalement inacceptable. L'article 235 du Règlement prévoit que la personne inscrite est tenue d'apporter les soins que l'on peut attendre d'un professionnel avisé. Dans l'affaire Wilfred A. Léger (Décision n° 90-C-0441), le 28 décembre 1989, Bulletin, Vol. XXI n° 1, p. 5), la Commission a souligné que l'exercice de la profession de représentant et par conséquent de courtier, comme l'exercice de toutes les professions réglementées par l'État, est un privilège et non un droit. Le courtier occupe une place importante au plan réglementaire car il est mandataire entre l'émetteur et les épargnants et, à cette fin, doit pouvoir obtenir la plus totale confiance des investisseurs et de la Commission. Dans l'affaire Marchés Financiers Hermès Ltée (Décision n° 8509, le 17 septembre 1987, Bulletin, Vol. XVIII, n° 39, p.13) la Commission commentait en ces termes le rôle du courtier:

> *« Le courtier inscrit est un intermédiaire financier professionnel sur lequel les épargnants, la Commission et le milieu doivent pouvoir compter sans réserve, quant à sa probité et à sa compétence. ...*

Le courtier qui assume les responsabilités d'un placement, qu'il s'agisse d'une prise ferme ou d'un placement pour compte, assume des obligations réelles, tant à l'égard de l'émetteur que des épargnants et de la Commission. Il s'affiche comme le maître d'oeuvre responsable de l'intégrité de toutes les phases du déroulement du placement. Ses obligations commencent avant le début de l'opération de placement et se continuent pendant et après.»

Le courtier doit respecter plusieurs obligations lors d'un placement. En outre le courtier a une obligation de diligence à l'égard des investisseurs et de la Commission. Cette obligation oblige celui-ci à procéder à un examen sérieux et indépendant de la qualité du placement et de la véracité de l'information. De plus, le courtier doit s'assurer qu'on respecte la règle de connaître son client et aussi permettre à l'épargnant d'effectuer des opérations qui correspondent à ses objectifs d'investissement. En l'espèce, la nature spéculative du placement et les montants impliqués exigeaient d'autant plus qu'il respecte ses obligations.

SPEQ - Kenta Internationale Ltée

La société devait agir comme courtier dans le cadre d'une émission projetée de SPEQ - Kenta Internationale Ltée. Pour diverses raisons, le placement projeté ne s'est pas réalisé. Toutefois alors que le projet était en cours, une inspectrice de la Commission qui sollicitait certains renseignements, afin de vérifier si le courtier avait bien exécuté son obligation de diligence dans le cadre du placement, n'a pas reçu les renseignements qui lui étaient nécessaires. Le courtier a cependant fait parvenir avant l'audience un dossier plus complet quant à son obligation de diligence dans ce projet abandonné.

Insuffisance de fonds de roulement

En ce qui concerne l'insuffisance du fonds de roulement pour les mois de novembre et décembre 1989, le courtier prétend qu'il n'était pas au courant de la décision de la Commission de hausser les exigences. Il respectait les anciennes règles et, s'il avait connu les nouvelles, il aurait injecté les fonds nécessaires.

La décision n° 89-C-0229 de la Commission a été publiée au Bulletin du 7 juillet 1989 et à cette époque le courtier n'était pas abonné au bulletin.

Pour le mois de janvier 1990, l'insuffisance du fonds de roulement venait du fait que la Direction de l'encadrement du marché refusait d'accepter comme élément d'actif à court terme trois billets à demande de 100 000 $ chacun, dus par trois dirigeants. Lors de l'audience, ces personnes ont témoigné qu'elles avaient l'avoir net nécessaire pour rembourser sur demande. Ces sommes étaient dues au courtier qui avait avancé à ses dirigeants les fonds nécessaires pour qu'ils acquièrent des parts d'une société, dont le placement était fait par le courtier, et ce dans le but de permettre la clôture de ce placement à la fin décembre 1989. Un reclassement par voie de prospectus est en cours, ce qui permettra le remboursement de ces emprunts. De toute façon, au 30 avril 1990, la situation était rétablie, mais il est important de souligner que le courtier doit veiller à respecter en tout temps les exigences de capital.

La décision

Considérant tous ces faits et particulièrement la conduite de la société et de M^me^ Plante relativement au placement des titres de la Société d'Investissement Auberges du Canada, la Commission suspend Services Financiers Invesco Inc. pour une période d'un mois et lui impose le paiement des frais de 10 500 $ pour l'inspection. De plus, à l'égard des activités de M^me^ Plante, la Commission impose une suspension de trois mois et le paiement des frais de 3 500 $ pour l'inspection. Les suspensions prendront effet à compter du 15 juillet 1990.

N. Massé et Associés Inc. et Normand Massé[1]

L'objet de l'audience

L'audience tenue les 3 et 4 juillet 1990 faisait suite à l'avis de convocation adressé le 21 juin 1990 au courtier N. Massé et associés Inc. (le courtier) et à M. Normand Massé, afin de déterminer s'il y avait lieu soit de retirer les droits conférés par l'inscription, de les suspendre ou d'assortir leur exercice de restrictions ou de conditions conformément à l'article 152 de la Loi, soit de prononcer un blâme en vertu de l'article 273 de la Loi.

M. Normand Massé est président et dirigeant responsable de la maison de courtage N. Massé et associés Inc. Avant le 1^er^ mars 1990, il était propriétaire de 50 % des actions du courtier, mais depuis cette date il en est l'actionnaire unique.

Analyse des faits et des arguments

Le procureur de la Direction de l'encadrement du marché, M^e^ Richard Proulx, a présenté une preuve par admissions et a déposé divers documents devant la Commission. De plus il a fait entendre M^me^ Le Breux, inspectrice de la Direction de l'encadrement du marché.

1 M^e^ Guy Lemoine, M. Maurice Cusson, c.a., et M. Gérard M. Beaulieu – Décision n° 90-C-0201, le 26 juillet 1990

M. Normand Massé, a ensuite témoigné. La Commission a aussi entendu M. Charbonneau, c.a., *vérificateur, de la maison Moquin, Ménard, Giroux et* Associés et M. André Nadeau, c.a., syndic et expert en redressements de la maison Moquin, Ménard, Giroux et Associés.

Il ressort de la preuve que M. Normand Massé est l'âme dirigeante de diverses sociétés impliquées dans la présente affaire.

N. Massé et associés Inc. est inscrit auprès de la Commission à titre de courtier en contrats d'investissement, depuis le 2 septembre 1986 en vertu de la décision n° 86-E-905. Son inscription fut élargie pour couvrir l'épargne collective, le 12 novembre 1987, en vertu de la décision n° 87-E-2472.

Le courtier a agi comme placeur pour compte relativement au placement des parts des sociétés en commandite suivantes:

a) la société en commandite Les Habitations du Boisé, dont le commandité est la société Gestion du Boisé Inc.;

b) la société en commandite Les Habitations Toulon-sur-Mer, dont le commandité est la société 2310-7964 Québec Inc.;

c) la société en commandite Les Habitations des Châteaux, dont le commandité est la société Gestion Immobilière Normasse Inc.;

d) la société en commandite Port-de-Mer, dont le commandité est la société Les Habitations Lincoln Inc.;

e) la société en commandite Le Riverain, dont le commandité est la société Gestion Marina Inc.;

f) la société en commandite 3280 des Châteaux, dont le commandité est la société Gestion Immobilière Normasse Inc.;

g) la société en commandite Plaza d'Alma, dont le commandité est la société 2533-6322 Québec Inc.

M. Normand Massé est le président et l'unique actionnaire de chacune des sociétés qui agissent à titre de commandité à l'égard de ces sociétés en commandite.

De plus, M. Normand Massé est aussi le président et unique actionnaire de la société Les Entreprises Normand Massé Inc. (la société gestionnaire). Cette société a été le promoteur pour chacun des placements ci-dessus mentionnés.

Chacune de ces sociétés en commandite a confié la gestion de l'immeuble lui appartenant à la société gestionnaire par une convention de gestion.

Avances de fonds aux Entreprises Normand Massé Inc.

Les conventions de société en commandite relatives aux placements ci-dessus mentionnés contiennent toutes la clause suivante:

« 14.02 Le commandité ne prêtera ni n'avancera de fonds de la société au commandité ou à toute personne ayant un lien de dépendance avec lui, sauf conformément à la présente convention, ni n'acquerra, directement ou indirectement, tout bien de la société. »

La clause 14.02 a été insérée dans ces conventions par le promoteur (la société gestionnaire) spécifiquement dans le but de protéger les commanditaires.

De plus, les conventions de sociétés en commandite prévoyaient spécifiquement (ex. article 6.01 de la convention de société en commandite de la Société en commandite Le Riverain) que:

« Le commandité exerce les pouvoirs et accomplit son devoir honnêtement, de bonne foi, et dans le meilleur intérêt des commanditaires ... »

Or, malgré ces dispositions, la preuve révèle que ces sociétés en commandite, sous la gouverne de M. Normand Massé, ont fréquemment prêté ou avancé des fonds, généralement sans intérêt, à la société gestionnaire. Ces avances ont commencé avant le 31 décembre 1988 et sans avoir fait l'objet de consultations préalables auprès des commanditaires.

Au 31 décembre 1989, la preuve démontre des avances sans intérêt à la société gestionnaire pour une somme de 1 097 033 $. Elles se répartissent ainsi:

Nom	Montant
S.E.C. Les Habitations du Boisé	141 342 $
S.E.C. Les Habitations Toulon-sur-Mer	84 938
S.E.C. Les Habitations des Châteaux	201 429
S.E.C. Port-de-Mer	78 212
S.E.C. Le Riverain	87 281
S.E.C. 3280 des Châteaux	413 831
S.E.C. Plaza d'Alma	90 000
	1 097 033 $

De plus, au 31 décembre 1989, les états financiers de la société en commandite Les Habitations des Châteaux font état d'une avance de 505 000 $, portant intérêt à 10,55 %, en faveur de la société gestionnaire. Cette somme serait le solde d'une créance attestée par un document en date du 29 décembre 1988, dans lequel la société gestionnaire reconnaissait devoir 985 000 $ à la Société en commandite Les Habitations des Châteaux. M. Massé se portait caution pour le remboursement de cette somme et des intérêts.

Le total des sommes empruntées par la société gestionnaire auprès des diverses sociétés en comman-

dite qu'elle gérait s'élevait donc au 31 décembre 1989 à 1 602 033 $ et plus des deux tiers de ces emprunts *ne portaient pas d'intérêt.*

Ces avances de fonds par les sociétés en commandite gérées par la société gestionnaire à cette dernière n'ont pas encore été remboursées et la situation financière actuelle de la société gestionnaire est précaire.

Les rapports des vérificateurs, pour l'exercice terminé le 31 décembre 1989, des diverses sociétés en commandite qui ont avancé ces sommes (à l'exception de la société en commandite Le Riverain dont les avances étaient compensées par des honoraires de gestion dus à la société gestionnaire) mentionnent d'ailleurs:

> *«À notre avis, ces états financiers ne font pas assez clairement état des doutes relatifs à la capacité du gestionnaire de rembourser à la société en commandite les avances divulguées à a note ... Puisque nous n'avons pu obtenir les états financiers vérifiés du gestionnaire au 31 décembre 1989, il nous a été impossible d'en évaluer la capacité de remboursement et, par conséquent, nous n'avons pu déterminer si certains redressements auraient dû être apportés aux avances au gestionnaire ...».*

Les états financiers non vérifiés de la société gestionnaire pour l'exercice terminé le 30 juin 1989 indiquent que le passif à court terme de celle-ci est de 3 770 339 $ alors que son actif à court terme ne serait que de 2 152 711 $. De plus, à cette même date, l'avoir des actionnaires est déficitaire de 1 226 022 $.

Bien que M. Massé a déclaré avoir informé les commanditaires de ces avances à la société gestionnaire, la Commission note qu'ils ne furent informés de celles-ci qu'après qu'elles eurent été effectuées.

La Commission constate de plus que les états financiers vérifiés du 31 décembre 1988 de la Société en commandite Les Habitations des Châteaux ne mentionnent pas que le bénéficiaire d'une avance de 985 000 $ (constatée par un billet à demande portant intérêt à 10,55 %) est la société gestionnaire et donc que l'avance contrevenait à l'article 14.02 précité.

Ce n'est qu'un an plus tard, soit dans les états financiers du 31 décembre 1989, que l'avance sur billet à demande portant intérêt à 10,55 % (alors réduite à 505 000 $) est rapportée comme ayant été consentie au gestionnaire avec une avance additionnelle de 201 429 $ sans intérêt.

Les commanditaires même une fois avisés par M. Massé des avances à des personnes liées étaient placés devant des faits accomplis.

D'une part, les avances étant déjà consenties, et leur produit déjà utilisé par le débiteur, la situation était difficilement réversible.

De plus, la protection de la responsabilité limitée, octroyée par le Code civil aux commanditaires, disparaît dès qu'ils s'immiscent dans l'administration des affaires de la société en commandite. Leur rôle se restreignait donc à examiner l'état et le progrès des affaires de la société en commandite, en fonction des informations transmises par M. Massé, et à donner leur avis quant à son administration.

Ils avaient de plus le pouvoir de démettre le commandité de ses fonctions et de le remplacer selon les conditions prévues à la convention de société en commandite. Les conventions des sociétés en commandite concernées prévoyaient des mécanismes longs, rigoureux et stricts relativement à la destitution du commandité (ex. article 6.12 et suivants de la convention de société en commandite de la Société en commandite Le Riverain). Il faut également noter que M. Normand Massé contrôlait seul non seulement le commandité, mais également la société gestionnaire qui de plus avait été le promoteur des sociétés en commandite.

M. Massé était à toutes fins pratiques la seule personne impliquée dans la gestion de ces sociétés. Son rôle était assimilable à celui d'un conseil d'administration formé d'un seul administrateur. Il aurait donc été difficile de remplacer M. Massé qui était le seul acteur à assumer tour à tour les divers rôles du scénario qu'il avait écrit.

Utilisation des fonds par Les Entreprises Normand Massé Inc.

La preuve révèle que les sommes avancées à la société gestionnaire ont été utilisées par celle-ci principalement à deux fins: avances au courtier N. Massé et associés Inc. et avances à d'autres sociétés en commandite.

Avances à N. Massé et associés Inc.

Plus de la moitié de ces avances fut utilisée au bénéfice du courtier N. Massé et associés Inc. En date du 31 janvier 1990, la société gestionnaire avait avancé, en se servant des fonds provenant des sociétés en commandite, la somme de 863 303 $ au courtier, somme qui n'a pas encore été remboursée.

La situation financière du courtier est par ailleurs précaire. Les derniers états financiers vérifiés du courtier pour l'exercice terminé le 30 juin 1989 montrent une perte nette de 597 714 $ pour l'année 1988-89 et un avoir des actionnaires déficitaire de 406 153 $. Les sommes avancées par la société gestionnaire (522 696 $) y apparaissent comme une dette à long terme. La quasi-totalité des revenus de la période avait été réalisée avec l'aide de la société gestionnaire, ce qui rendait le courtier fortement vulnérable et dépendant de cette société.

Des états financiers non vérifiés au 31 décembre 1989 indiquent une détérioration de la situation financière. Pour la période du 30 juin au 31 décembre 1989, la perte nette était de 261 789 $. L'avoir des actionnaires était déficitaire de 668 142 $ à la fin de la période. De plus, les sommes avancées par la société gestionnaire étaient passées de 522 696 $ qu'elles étaient à 808 589 $ et y apparaissaient toujours comme dette à long terme.

Depuis, compte tenu de la piètre situation financière du courtier, ces avances qui ont atteint 863 303 $ le 31 janvier 1990 ont été considérées par la société gestionnaire comme une mauvaise créance et furent radiées au plan comptable, accentuant ainsi la position financière déjà précaire de la société gestionnaire.

Avances à d'autres sociétés en commandite

Dans d'autres cas, la société gestionnaire utilisait les sommes qu'elle avait elle-même empruntées irrégulièrement des sociétés en commandite qu'elle gérait pour faire des avances à d'autres sociétés en commandite, également gérées par elle.

La Société en commandite Cavalier Phase 1 est une entreprise agricole dont les activités sont reliées aux chevaux sauteurs. Son commandité, la Corporation Équestre Massé Inc. (société dont Normand Massé est l'unique actionnaire), avait confié la gérance de ses opérations à la société gestionnaire. Cavalier Phase 1 a reçu une avance sans intérêt de la société gestionnaire pour un montant de 329 285 $, soit 142 534 $ en 1988 et 186 751 $ en 1989.

De la même façon la Société en commandite Les Habitations des Laurentides (société en commandite dont le commandité Les Gestions de la Place Inc. avait confié la gérance à la société gestionnaire) a reçu une avance sans intérêt de la société gestionnaire pour un montant qui au 31 décembre 1989 s'établissait à 112 630 $.

Fonds de roulement du courtier N. Massé et associés Inc.

Le courtier ne possédait pas, au 31 mars 1990, un fonds de roulement au moins égal à la somme de 50 000 $ et de la franchise que comporte l'assurance ou le cautionnement prévu à l'article 213 du Règlement sur les valeurs mobilières, le tout contrairement à l'article 208 du Règlement et à la décision n° 89-C-0229 de la Commission.

Le fonds de roulement du courtier, au 31 mars 1990, tel que corrigé par la Direction de l'encadrement du marché, montre un déficit de 99 680 $ plutôt qu'un fonds de roulement de 173 125 $, tel que soumis par le courtier.

Le courtier n'a pas encore déposé son rapport mensuel sur le fonds de roulement pour la période se terminant le 30 avril 1990, tel que requis par l'article 48.3 de l'Instruction générale n° Q-9.

De plus, la Commission note que les difficultés financières du courtier sont à ce point considérables que la société gestionnaire a dû radier la créance de 863 303 $ qu'elle détenait contre lui.

Compétence et probité de M. Normand Massé, dirigeant de N. Massé et associés Inc.

Les allégations contenues dans l'avis de convocation mettent en question la compétence et la probité de M. Normand Massé.

L'article 151 de la Loi sur les valeurs mobilières (la Loi) prévoit que l'inscription d'une personne comme courtier est réservée aux personnes dont la compétence et la probité peuvent assurer la protection des épargnants. Dans le cas où le candidat à l'inscription comme courtier est une personne morale, ce sont ses dirigeants qui doivent présenter la compétence et la probité voulues.

L'article 152 de la Loi prévoit que les droits conférés par l'inscription d'une personne comme courtier peuvent être retirés, suspendus ou assortis de conditions lorsque la Commission estime qu'une personne inscrite ne respecte pas les dispositions de la Loi ou des règlements ou lorsque la protection des épargnants l'exige.

Les normes de compétence et de probité exigées pour l'inscription d'une personne doivent être maintenues tout au long des activités de cette personne afin de protéger les épargnants qui font des opérations par son entremise.

Comme le signale Victor P. Alboini dans *Securities Law and Practice*, p. 10-15, cette évaluation peut se fonder sur divers facteurs:

> *"In the reported decisions concerning registration applications, the Director has relied upon various standards including an assessment of the applicant's moral character, his knowledge of the securities business and his general competence, a review of his past conduct in the securities field or any other field if relevant ..."*

À ce titre, les comportements de M. Normand Massé relatifs à sa gestion des biens d'autrui constituent des éléments pertinents à l'évaluation de sa compétence et de sa probité. Ce sont des éléments vitaux pour apprécier si les épargnants qui font des opérations avec le courtier, dont il est l'âme dirigeante, sont adéquatement protégés.

Le gestionnaire de fonds d'une société doit agir avec honnêteté, loyauté et bonne foi dans l'intérêt de celle-ci. Dans les circonstances actuelles, compte tenu du niveau élevé de dépendance et de vulnérabilité des commanditaires à l'égard de M. Massé, le respect scrupuleux de cette obligation générale s'imposait d'autant plus à son égard. La situation exigeait de lui une intégrité absolue et lui imposait en tout temps l'obligation de préférer les intérêts spécifiques des commanditaires de chacune des sociétés en commandite qu'il devait administrer individuellement aux siens ou à ceux d'autres sociétés liées à lui.

Les irrégularités et les abus commis par M. Massé au détriment des sociétés qu'il devait gérer dans le meilleur intérêt des commanditaires ont donc servi ultimement soit les intérêts de sociétés dont il est l'unique actionnaire, soit les intérêts de sociétés en commandite qu'il gère. Ainsi, des commanditaires qui avaient investi dans une société destinée à effectuer certaines activités immobilières spécifiques pouvaient voir des sommes importantes provenant de leurs placements être prêtées (généralement sans intérêt) à la société gestionnaire. Cette dernière les prêtait à son tour à des sociétés liées à M. Massé et qui opéraient dans des activités d'une nature fort différente: N. Massé et associés Inc. (maison de courtage en valeurs mobilières (863 303 $) ou Société en commandite Cavalier Phase 1 (entreprise agricole dont les activités sont reliées aux chevaux sauteurs (329 285 $).

En détournant ces sommes à son propre avantage ou pour des usages non autorisés par les conventions de société en commandite, M. Massé a abusé de façon flagrante de la confiance des investisseurs et ce, selon toute évidence, à leur détriment.

La décision

Considérant tous ces faits et particulièrement le fait que M. Normand Massé en tant que gestionnaire de diverses sociétés a personnellement pris la décision de consentir des avances de 863 303 $ à Les entreprises Normand Massé Inc. qui à son tour a prêté la même somme à la maison de courtage N. Massé et associés Inc.;

Considérant que M. Normand Massé, président, dirigeant responsable et actionnaire unique du courtier, a contrevenu de façon grave aux normes de probité nécessaires pour assurer la protection des épargnants;

La Commission radie le courtier N. Massé et associés Inc. La radiation prendra effet à compter de ce jour.

Nowicki, Tomasz J.A.[1]

L'objet de l'audience

En vertu de l'article 322 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.Q., chap. V-1.1), M. Tomasz J.A. Nowicki a demandé à la Commission des valeurs mobilières du Québec de réviser la décision n° 89-E-2686 rendue le 27 novembre 1989 par le Directeur de l'Encadrement du marché, M. Pierre Lizé.

Par cette décision, le Directeur avait suspendu pour une période de 30 jours les droits conférés à M. Nowicki par son inscription à titre de représentant pour le compte de Bimcor Inc., conseiller en valeurs de plein exercice.

À la demande de M. Nowicki, la Commission avait suspendu, en vertu de l'article 323 de la Loi, l'exécution de la décision contestée jusqu'à ce qu'elle se prononce en révision. La Commission a tenu une audience publique le 2 avril 1990.

Les faits reprochés

Le Directeur a reproché à M. Nowicki, qui est gestionnaire de portefeuille pour les fonds de pension de Bell Canada et de Northern Telecom, d'avoir communiqué de l'information à son épouse concernant des recommandations d'achat qu'il avait faites, permettant ainsi à cette dernière d'effectuer le même jour ou presque, à huit reprises de décembre 1986 à octobre 1987, l'acquisition d'actions ordinaires de diverses sociétés canadiennes.

Les détails ainsi que les remarques du Directeur sont exposés dans la décision contestée, qui fut publiée au Bulletin du 1er décembre 1989.

Les témoignages

Le procureur du requérant a déposé une abondante documentation à l'audience, comprenant notamment un relevé de toutes les opérations d'achat et de vente de titres canadiens effectuées entre le 1er novembre 1986 et le 31 décembre 1987 par Mme Clydie Decroix, l'épouse de M. Nowicki, les bordereaux de confirmation, ainsi qu'une copie des recommandations faites par ce dernier portant sur les deux portefeuilles sous gestion durant cette période.

Son employeur confirme par lettre les recommandations faites par M. Nowicki relatives aux titres et aux opérations qui font l'objet de l'audience.

---

1 M. Maurice Cusson, c.a., M. Roland Côté, f.c.a., et M. Michel Le Rouzès, c.a. – Décision n° 90-C-0258, le 25 septembre 1990

M. Nowicki est un gestionnaire de portefeuille qui compte plusieurs années d'expérience chez Bimcor Inc. Ses principales fonctions consistent à préparer des recommandations concernant le portefeuille de titres de participation canadiens des fonds de pension de Bell Canada et de Northern Telecom qu'il soumet au vice-président responsable des placements.

M. Nowicki fonde ses recommandations sur son interprétation de l'information publiée par les émetteurs et par les médias ainsi que des rapports des services d'études de courtiers et des commentaires obtenus de certains analystes. Il ne réalise pas de recherches originales ni d'entrevues, mais il participe cependant à des rencontres de groupe organisées par des courtiers avec des dirigeants d'émetteurs.

Il fut interrogé au sujet des discussions qu'il avait avec son épouse concernant le marché boursier, et de l'information qu'il lui transmettait. Il a admis lui avoir souvent apporté des études préparées par des courtiers et discuter fréquemment du marché en général ou par secteur, de critères d'évaluation d'actions, de l'interprétation de divers tableaux et graphiques et quelquefois de l'appréciation des qualités de la direction de certaines sociétés et de l'opportunité d'investir dans certains titres en particulier. Il a nié catégoriquement lui avoir jamais transmis, ni à quiconque, quelque information concernant les recommandations, les opérations ou les portefeuilles de Bimcor ou quelque document de nature confidentielle.

M. Nowicki n'exerçait aucun contrôle sur les opérations boursières effectuées par son épouse et ne connaissait pas son portefeuille, bien qu'à l'occasion « *I was aware of some of her transactions* » (notes sténographiques, p. 111). Celle-ci prenait toutes les décisions d'investissement et gérait « *basically her own funds* » (p. 112).

M^me^ Decroix a corroboré le témoignage de son mari sur les éléments relatés aux deux paragraphes précédents, sauf que des contradictions sont ressorties quant au dernier point, au sujet des sources de fonds et des transferts entre conjoints.

Lorsque le procureur de la Commission a demandé au requérant s'il avait prêté des fonds à son épouse, pour fins d'investissement, celui-ci a répondu qu'il lui avait effectivement prêté une somme en novembre 1986, à des fins fiscales, qu'elle a remboursée sans intérêt en février 1987. Selon le témoin, c'est plutôt son épouse qui lui prêtait de l'argent, à savoir un montant important en février 1987, sans autre explication, et une autre somme en avril dont il a remboursé la moitié en juin 1987.

Enfin, il justifie les autres transferts de fonds identifiés par des copies de chèques déposées en preuve (pièces P-10 et P-11 en liasse) en expliquant qu'il s'agissait de débours partagés concernant l'acquisition d'une propriété et d'une automobile. De son côté, M^me^ Decroix a confirmé avoir reçu un prêt temporaire de son mari en novembre 1986 et avoir partagé des débours importants, mais a déclaré qu'elle ne croyait pas lui avoir prêté des fonds.

M^me^ Decroix a déclaré qu'elle effectuait de nombreuses opérations boursières avant novembre 1986, bien qu'elle ne se souvienne pas de la valeur de son portefeuille à ce moment-là. Par suite de la vente de leur résidence détenue à part égale, elle a ouvert un compte le 8 novembre 1986 auprès de Services d'investissement Ligne Verte Inc., société inscrite à titre de courtier exécutant, où elle a effectué la grande majorité de ses opérations boursières durant la période examinée. Selon le formulaire qu'elle a signé (P-12), elle a alors déclaré vouloir déposer dans ce compte le produit total de la vente de sa propriété; le montant indiqué confirme qu'il ne s'agit pas que de sa propre moitié.

Analyse des opérations boursières

Le Directeur avait relevé huit achats d'actions effectués par l'épouse du requérant à peu près au même moment que ce dernier établissait une recommandation écrite d'achat pour l'un ou l'autre des deux principaux portefeuilles sous sa gestion, à savoir quatre achats le même jour, deux achats le lendemain et deux achats quelques jours avant la recommandation écrite.

Le tableau qui suit résume les faits saillants:

**	Achat par l'épouse	Recommandation écrite	Achat par le Fonds	Vente par l'épouse	Titres conservés
1	17-12-86	17-12	18-12	19-12	2 jours
2	19-12-86	18-12	22-12	6-1	18 jours
3	22-1-87	22-1	22-1	28-1	6 jours
4	4-3-87	3-3	4-3	25-5	80 jours
5	8, 11, 12-5-87	12-5	13-5	12-6	30-35 j.
6	26-5-87	26-5	28-5	12-6	17 jours
7	25 et 28-9-87	25-9	28-9	19-10, 13-11	21-49 j.
8	19 et 23-10-87	26-10	19-10	11-12	49-53 j.

**Nom de l'émetteur et nombre d'actions:

1 – Indal Ltée, 5 000 actions à 12,25 $
2 – Great Lakes Forest Products, 1 000 actions à 30,50 $
3 – Dofasco Inc., 2 000 actions à 21,375 $
4 – Steinberg Inc., cl. A, 1 000 actions à 39,00 $
5 – Banque de Montréal, 1 200 actions à 33,76 $ (moy.)
6 – Texaco Canada Inc., 1 000 actions à 35,25 $
7 – Indal Ltée, 2 500 actions à 11,945 $ (moy.)
8 – Nova Corp., 5 000 actions à 9,00 $ (moy.)

L'information présentée au tableau ci-dessus est extraite de la preuve documentaire. À noter que la colonne intitulée «Achat par le Fonds» indique le début de l'opération d'achat, exécutée par un spécialiste de Bimcor, qui pouvait s'étendre sur plusieurs jours.

Les témoins ont fourni des explications additionnelles dans le but d'éliminer les doutes suscités par la coïncidence des dates.

En résumé, le requérant et son épouse ont déclaré que les décisions d'achat de M^me^ Decroix étaient fondées généralement et principalement sur son analyse des recommandations contenues dans les études de recherche des courtiers obtenues par Bimcor, que M. Nowicki montrait à son épouse, ainsi que sur d'autres renseignements ou informations à caractère public qu'il lui fournissait ou qu'elle obtenait par elle-même, y compris l'appréciation des tendances du marché, et dont ils discutaient à l'occasion.

Les témoins ont aussi expliqué les raisons qui dans chaque cas, selon eux, ont motivé ces transactions.

Nous avons aussi examiné en détail la chronologie des faits et des événements afin de bien saisir le contexte, à la lumière des explications reçues.

Ainsi, nous avons noté que dans deux cas une recommandation écrite d'achat avait déjà été faite antérieurement par le requérant, et répétée, menant à des achats partiels par les fonds avant ceux qui sont indiqués. Dans d'autres cas, la recommandation initiale, inscrite au tableau, a fait l'objet de prolongations ou de révisions favorables, ce qui ne semble pas avoir influencé la décision de vente par M^me^ Decroix.

Nous sommes conscients que les conclusions du conseiller quant aux recommandations écrites qui étaient établies ou révisées périodiquement pour chaque fonds, à intervalles irréguliers et par groupes comportant environ cinq à dix titres, n'étaient pas forcément toutes arrêtées uniquement le jour même de la rédaction de la liste proposée, vu que les analyses sont faites de façon continue. M. Nowicki pouvait donc avoir formé son opinion quelque temps avant la date indiquée à la colonne «Recommandation écrite».

Le tableau n'indique pas la date des diverses recommandations publiées par des analystes, pour les raisons suivantes. Il est évident qu'après un intervalle de trois ans, les témoins n'ont pas conservé tous ces documents; d'ailleurs, ils étaient le plus souvent consultés seulement et rapportés chez Bimcor. D'autre part, il serait difficile pour M^me^ Decroix d'identifier aujourd'hui lesquelles, parmi des dizaines ou des centaines d'études, elle avait alors prises en considération. Aussi, selon les témoignages, certains achats ont été faits avec un décalage, profitant d'une baisse de ces titres. Enfin, et cette explication est plus troublante, le requérant déclare que, dans plusieurs cas, il a reçu un avis préalable d'une recommandation imminente par un courtier, soit par téléphone, soit par télécopieur, information qu'il communiquait fréquemment à son épouse. Selon lui, il s'agit d'une pratique régulière des courtiers à l'égard de leurs clients institutionnels. Nous exprimons de sérieuses réserves sur les risques d'abus que cela peut entraîner.

L'argumentation

Le procureur de M. Nowicki a soumis sept arguments principaux pour infirmer la conclusion du Directeur, que nous rapportons brièvement:

1) Il n'y avait aucune communication des recommandations. Les deux témoins le nient catégoriquement.

2) Le niveau de participation de M^me^ Decroix au marché. Pendant la période en question, elle a effectué des opérations sur 33 titres de sociétés canadiennes. M. Nowicki avait fait des recommandations portant sur 80 titres, dont seulement une dizaine ont fait l'objet d'un achat par son épouse. Il n'y a un lien chronologique que sur 7 titres (dont 1 acheté à deux moments différents), et aucun lien chronologique pour les 3 autres. Il ressort de ces faits et des témoignages que M^me^ Decroix est un investisseur indépendant.

3) Il est normal que ces deux personnes aient quelquefois des conclusions similaires, considérant qu'elles fondent leur étude sur des renseignements publics, qu'elles en discutent et qu'elles visent en partie le même groupe d'émetteurs. En effet, M. Nowicki concentre son analyse sur les actions de grandes sociétés canadiennes, et son épouse s'intéresse en outre à des actions de sociétés canadiennes de plus petite taille ou à caractère plus spéculatif.

4) Aucun avantage n'a été conféré à son épouse, contrairement à l'opinion du Directeur. Elle visait les gains à court terme, alors que le gestionnaire a une politique d'investissement prudente et à long terme. D'ailleurs, elle n'a réalisé un gain que dans quatre cas.

5) L'analyse des explications fournies par les deux témoins quant aux motifs qui ont accompagné les huit décisions d'achat.

6) La notion de probité. Selon le procureur, si l'intention de la Commission est d'établir une nouvelle règle interdisant aux représentants de conseillers de discuter du marché avec les membres de leur famille ou avec leurs amis et qu'une telle conduite traduit un manque de probité, elle pourra le faire soit en modifiant la loi ou le règlement ou l'instruction générale, soit en publiant un avis. Toutefois, avant d'établir une telle règle, il serait injuste de modifier substan-

tiellement la définition de probité appliquée jusqu'à maintenant et de prononcer une sanction à l'égard de son client.

7) Les délais dans cette affaire.

De plus, le procureur du requérant a avancé d'autres arguments d'ordre général, dont:

- Les rapports d'analystes, à son avis, ne constituent pas de l'information privilégiée, mais de l'information publique, distribuée aux clients des courtiers; celui à qui un tel rapport est communiqué n'est donc pas tenu de garder l'information confidentiellement ni d'attendre la diffusion du document.
- Il n'a pas été démontré que l'acquisition d'actions par Bimcor en affecte le cours.
- M^me^ Decroix possède la formation et l'expérience qui lui permettent de prendre des décisions autonomes comme un investisseur averti.
- Il ne prétend pas que les coïncidences entre certaines recommandations de M. Nowicki et les achats par son épouse soient l'effet d'un pur hasard. Les arguments précédents fournissent une explication.
- Enfin, en réplique à son confrère qui invoquait une contravention au code de déontologie de Bimcor, il fait remarquer que les supérieurs de M. Nowicki étaient bien au courant du dossier et que ce dernier n'a jamais subi de sanction.

La Loi sur les valeurs mobilières

En l'instance, les articles pertinents de la Loi énoncent:

190. « La personne informée du programme d'investissement par établi une société d'investissement à capital variable ou un fonds commun de placement, ou par le conseiller chargé de la gestion d'un portefeuille, ne peut exploiter cette information à son avantage, à l'occasion d'opérations portant sur les titres d'un émetteur figurant dans ce programme. »

151. « La Commission, après avoir vérifié que le candidat remplit les conditions fixées par règlement, procède à l'inscription lorsqu'elle estime que:

1° le candidat ou, dans le cas d'une personne morale, ses dirigeants présentent la compétence et la probité voulues pour assurer la protection des épargnants; »

152. « La Commission peut retirer les droits conférés par l'inscription, les suspendre ou assortir leur exercice de restrictions ou de conditions lorsqu'elle estime qu'une personne inscrite ne respecte pas les dispositions de la présente loi ou des règlements pris pour son application ou lorsque la protection des épargnants l'exige. »

Les motifs de la décision

La question principale pour la Commission consiste à déterminer si M. Nowicki a communiqué de l'information à son épouse concernant les programmes ou les décisions d'investissement relatives aux portefeuilles sous sa gestion en tant que représentant inscrit d'un conseiller en valeurs.

La question secondaire est de décider si la conduite du requérant, dans les circonstances, est conforme aux obligations d'une personne inscrite.

Le sujet est important et délicat, nous en sommes bien conscients. En effet, dans un cas de ce genre, rares sont les admissions ou les dénonciations. En l'instance, d'ailleurs, tant le requérant que son épouse ont nié toute irrégularité.

La Commission doit donc apprécier la preuve circonstancielle, avec prudence et sérénité, pour juger au-delà des apparences et tenter de situer les faits et événements dans leur contexte à la lumière des témoignages.

Notre analyse de la preuve est présentée en fonction des éléments suivants:

1 – Les opérations sur titres

Nous avons noté que les opérations effectuées par M^me^ Decroix ont porté dans la majorité des cas, soit 23 sur 33, sur des titres de sociétés canadiennes qui n'ont pas fait l'objet des recommandations du requérant en tant que gestionnaire de portefeuille.

Dans les autres cas, 8 opérations portant sur 7 titres relevées au tableau qui précède et formant l'objet de l'audience coïncident avec les recommandations. Bien que certaines aient été effectuées avant la date de la recommandation écrite, ou encore le même jour, il est raisonnable de penser que l'analyse et l'opinion du requérant étaient complétées au fil des jours et pouvaient précéder l'établissement d'une liste écrite périodique, ce qui confirme un lien possible avec les achats.

Certaines divergences sont aussi apparentes, telles la vente par M^me^ Decroix, même si les recommandations sont quelquefois répétées. Cela peut s'expliquer par son objectif de gain à court terme, qui diffère de l'objectif de placement des fonds.

Vu son objectif et des ressources limitées, il aurait été illogique que M^me^ Decroix copie le programme des fonds. Par ailleurs, les recommandations n'avaient pas toutes la même signification, certaines étant pour un prix inférieur au cours, en anticipation d'une baisse

technique ou temporaire. D'autre part, les portefeuilles des fonds de pension étaient révisés en fonction d'une stratégie globale et à long terme.

Dans l'ensemble, même si les achats ne sont pas systématiques et parallèles, les coïncidences sont nombreuses et très troublantes, et nous ne croyons pas que ce soit l'effet du hasard.

2 – L'information fournie par M. Nowicki à son épouse

i) Les documents

M. Nowicki admet avoir transmis fréquemment à son épouse des études de recherche reçues de courtiers par Bimcor, et prétend qu'il s'agit de documents publics.

Compte tenu des circonstances, i.e. la nature des documents, la variété des sources, la fréquence et la régularité de la transmission, y compris particulièrement la communication à son épouse d'avis reçus des courtiers par téléphone ou télécopieur avant leur publication, nous sommes d'avis qu'il y a irrégularité à tout le moins au plan de la déontologie. Tous ces documents ne sont pas également accessibles au public en général, non plus qu'en temps opportun.

ii) Les discussions

M. Nowicki a aussi admis avoir discuté fréquemment de placements en bourse avec son épouse. Nous n'aurions pas cru le contraire, dans les circonstances. Ces discussions portaient sur les prévisions boursières en général et par secteurs, sur l'analyse des études faites par des courtiers, sur l'interprétation de graphiques portant sur les cours de titres individuels, sur les critères de sélection de titres, sur des résultats d'entrevues collectives de dirigeants de sociétés, sur l'appréciation de leur performance, etc.

La ligne de démarcation entre des discussions théoriques et des conseils de placement est vite franchie. En l'instance, nous croyons que le requérant ne pouvait pas faire autrement que de donner des conseils précis et sélectifs à son épouse sur des titres en particulier qui faisaient partie du programme d'investissement des portefeuilles sous sa gestion, en situation de conflit d'intérêts, et qu'il l'a fait.

3 – Le témoignage de l'épouse

M^me^ Decroix a déclaré être une personne expérimentée qui gérait son propre portefeuille de manière autonome.

Le témoin n'a pas démontré à notre satisfaction ses qualifications et son expérience en matière de placements boursiers. Le fait qu'elle détienne une maîtrise en administration des affaires et qu'elle soit analyste de projets dans le secteur industriel et financier, pour le gouvernement fédéral, ne constitue pas en soi une garantie de connaissances dans le marché des valeurs mobilières.

Cette appréciation doit aussi se faire dans son contexte. C'est une chose d'investir un portefeuille relativement modeste d'épargnes personnelles; c'est tout autre chose de gérer une somme importante de cette façon. La valeur de son portefeuille au départ comprenait sa part entière du produit de la vente de la résidence familiale, plus la part de son mari qu'il lui avait prêtée et confiée à court terme, plus des titres qu'elle possédait déjà. L'enjeu, pour la situation financière de la famille, considérant l'acquisition d'une nouvelle propriété financée principalement par hypothèque afin de conserver le maximum de fonds à investir, était considérable. Par ailleurs, le relevé des opérations effectuées par M^me^ Decroix durant la période (pièce D-6) montre l'importance absolue et relative des opérations effectuées ainsi que la nature et l'importance des risques assumés.

À notre avis, très peu de personnes peuvent prétendre posséder la compétence et l'expertise nécessaires pour gérer de cette façon un portefeuille important de manière autonome. Est-il vraisemblable que M^me^ Decroix ait pu assumer seule la responsabilité de toutes les décisions? À la lumière des explications trop mécaniques reçues, qui nous apparaissent comme autant de rationalisations ou d'explications après coup, nous croyons qu'elle devait dépendre d'informations particulières de qualité et en temps opportun et de conseils d'une personne fiable et expérimentée. Ce sont les éléments essentiels que pouvait lui fournir son mari, comme il se dégage d'ailleurs de leurs témoignages.

4 – L'avantage

L'article 190 de la Loi interdit à la personne informée du programme d'investissement établi par le conseiller chargé de la gestion d'un portefeuille d'exploiter cette information à son avantage, à l'occasion d'opérations portant sur les titres d'un émetteur figurant dans ce programme. Il ressort de l'analyse que le requérant a bénéficié de plusieurs avantages, directement ou indirectement. Dans le présent cas, il est évident que la transmission d'information, y compris des conseils, bénéficiait non seulement à M^me^ Decroix, mais aussi à M. Nowicki qui lui a prêté des fonds, même si aucun intérêt n'était imputé ni aucun partage des gains n'était prévu, ainsi qu'au couple quant aux effets sur sa situation financière.

Il ne faut pas s'arrêter automatiquement à la notion de séparation des biens des conjoints pour déterminer si, dans les circonstances, l'un et l'autre retirent des avantages, directement ou indirectement. Ces avantages pour les conjoints pouvaient prendre des formes diverses telles que la maximisation de la probabilité de gain, la diminution des risques de perte, la réduc-

tion des coûts de courtages et de conseils, l'optimisation de la productivité du capital par la relation rendement-risque-vélocité, et la spécialisation des portefeuilles respectifs pour éviter des contraintes.

Notons d'abord que les opérations sous étude ont permis de réaliser un gain dans quatre cas sur huit. Dans les autres cas, divers éléments particuliers ont pu affecter les résultats, dont l'analyse ne nous semble pas pertinente.

Le procureur de la Direction de l'encadrement du marché a allégué qu'en effectuant des opérations personnelles sur un titre simultanément à la recommandation ou au programme d'investissement pour les fonds, M^me^ Decroix pouvait réaliser un gain à court terme à cause de l'impact de l'achat par les fonds sur le cours. Cet argument a été contesté par le requérant qui a prétendu que la pratique d'échelonnement des achats neutralisait cette possibilité. Quoi qu'il en soit, ce qui retient davantage notre attention, c'est que les recommandations d'analystes de courtiers qui servaient d'appui aux recommandations du requérant étaient aussi transmises à de nombreux clients institutionnels, provoquant des achats importants et très souvent une hausse légère mais rapide des cours des titres identifiés. Cela est suffisant pour minimiser le risque d'une baisse des cours et maximiser la probabilité de réaliser un bénéfice à court terme, par surcroît lorsque l'opération est effectuée par l'intermédiaire d'un courtier exécutant.

Un autre avantage résulte de la transmission hâtive par M. Nowicki à son épouse d'information non disponible autrement, sauf en s'abonnant directement à ces services d'analyse, ce qui n'est pas toujours possible à un particulier considérant la nature et la variété des sources. La connaissance de cette information sur laquelle s'appuyait le requérant pour établir ses recommandations et reçue en priorité avant publication, est un atout non négligeable.

Enfin, il faut souligner que les courtages sont considérablement réduits lorsque les opérations sont effectuées par l'entremise d'un courtier exécutant plutôt que d'un courtier de plein exercice. Cependant, pour en profiter, il faut accepter toute la responsabilité des décisions d'achat et de vente. Et pour ce faire, il faut en même temps renoncer à l'information et aux conseils d'un courtier, et effectuer soi-même l'analyse préalable aux décisions. L'alternative serait de confier la gestion de son portefeuille à un conseiller en valeurs. Or, dans le cas présent, il est admis que M. Nowicki était la principale source d'information, d'analyse et de conseils pour son épouse.

5 – Le code de déontologie

M^e^ Proulx a fait référence, en contre-interrogatoire du requérant et dans sa plaidoirie, au code de déontologie de Bimcor qui était en vigueur à l'époque (pièce P-9).

Par ce moyen, il ne demandait pas à la Commission de décider si le requérant avait enfreint ou non ces règles établies par son employeur et généralement admises dans ce milieu. Il voulait plutôt souligner que l'existence de ce code de déontologie constitue une toile de fond pertinente et que celui-ci contient des prohibitions semblables et au même effet que celles que l'on retrouve à l'article 190 et qui sous-tendent les critères mentionnés à l'article 151 de la Loi.

Nous sommes d'accord avec cette approche. En fait, même en l'absence d'un code interne de déontologie, nous aurions procédé à une analyse semblable afin d'illustrer ou d'expliquer le lien entre les normes de conduite professionnelle et de probité généralement reconnues dans l'industrie, visant à assurer l'intégrité du marché et la protection des épargnants, et les dispositions prévues aux articles 151, 152 et 190 de la Loi.

Ces directives auraient dû inciter le requérant à la plus grande prudence, dans les circonstances, non seulement quant à la transmission de rapports d'analystes à son épouse pour ses décisions d'investissement, mais surtout en ce qui concerne la communication d'information plus sélective comme les recommandations anticipées de courtiers et d'opinions suite à leur analyse ou à des entrevues. Lorsqu'il s'agit de titres d'émetteurs qui font partie de la liste particulière à laquelle il s'intéresse exclusivement, c'est-à-dire les grandes sociétés canadiennes, le risque d'indiscrétion est très grand, même par sous-entendus. L'abstention et le silence s'imposaient, au minimum.

Le code de déontologie de Bimcor contient des énoncés de principe, des directives d'ordre général et des directives spécifiques concernant la divulgation d'information et, particulièrement, la gestion d'investissements personnels.

Il est évident que M. Nowicki n'aurait pas pu effectuer lui-même les opérations sous étude, qui portaient sur des titres qui étaient l'objet de ses recommandations en tant que gestionnaire de portefeuille. Puisqu'il a communiqué à son épouse de l'information non généralement disponible aux épargnants, qu'il lui a fourni des conseils sur ces titres, simultanément, et qu'il était au courant du moins en partie des décisions d'investissement de son épouse et des résultats, nous sommes d'avis qu'il y a participé, directement et indirectement, et qu'il n'a pas respecté l'esprit et la lettre de ces directives. Le même raisonnement nous amène à conclure qu'il a dérogé aux exigences établies à l'article 151 et à l'article 190 de la Loi.

Conclusion

Après avoir considéré l'ensemble de la preuve, des témoignages et des arguments et délibéré, nous sommes d'avis que le requérant a participé directement et indirectement aux irrégularités reprochées et qu'il a contrevenu à l'interdiction énoncée à l'article 190 de la Loi. Les faits reprochés sont établis par une preuve prépondérante et convaincante, même si elle est largement circonstancielle.

Nous avons en outre considéré les dispositions des articles 151 et 152 de la Loi. À cet égard, les gestes posés par le requérant et sa conduite professionnelle dans les circonstances reflètent un manque de probité de nature à affecter l'intégrité du marché et la protection des épargnants. Nous sommes d'opinion que les témoignages concernant l'absence totale de communication d'information quant au programme d'investissement des fonds gérés par le requérant ne sont pas vraisemblables. Enfin, nous avons constaté un manque flagrant de prudence élémentaire de la part du requérant, en tant que personne inscrite à titre de représentant d'un conseiller en valeurs, ne serait-ce qu'en permettant les opérations boursières de son épouse et en lui communiquant des documents et des conseils sur des titres qui étaient sous sa gestion, tenant compte tant du code de déontologie de son employeur que de la législation pertinente.

Les normes de conduite d'une personne inscrite sont très exigeantes parce qu'elles forment l'assise de la confiance des épargnants dans l'intégrité du marché des valeurs mobilières. C'est pourquoi la Commission doit sanctionner les dérogations, en tenant compte de toutes les circonstances.

La décision

Pour les motifs exprimés ci-dessus, la Commission maintient la décision du Directeur de l'Encadrement du marché de suspendre, en vertu de l'article 152 de la Loi, les droits conférés à M. Tomasz J.A. Nowicki par son inscription à titre de représentant d'un conseiller en valeurs, pour une période de 30 jours. La suspension prendra effet à compter du 1er novembre 1990.

– Les organismes d'autoréglementation

Lafferty, Harwood & Associés Ltée et La Bourse de Montréal[1]

L'objet de l'audience

En vertu de l'article 322 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.Q., chap. V-1.1), Lafferty, Harwood & Associés Ltée (le «Courtier») a demandé à la Commission des valeurs mobilières du Québec de réviser la décision de la Bourse de Montréal (la «Bourse») au sujet de la contribution requise du Courtier, membre de la Bourse, au Fonds national de prévoyance (le «Fonds»). Depuis mars 1990, la dénomination sociale du fonds est désormais Fonds canadien de protection des épargnants.

La Commission a tenu une audience publique le 23 janvier 1990.

Les questions en litige

Les requérants soulèvent les trois questions suivantes:

1° La Bourse de Montréal a-t-elle le pouvoir de fixer une cotisation obligatoire au Fonds national de prévoyance pour ses membres?

2° Le Fonds doit-il avoir été approuvé au préalable par la Commission?

3° Y a-t-il lieu pour la Commission d'ordonner que les règles de fonctionnement du Fonds soient modifiées pour tenir compte des différences importantes dans le niveau de risque que représentent les membres de la Bourse en raison de leurs activités différentes?

La décision recherchée

Les requérants demandent à la Commission de:

i) réviser la décision de la Bourse par laquelle cette dernière fait sienne, à toutes fins pratiques, la décision des Gouverneurs du Fonds de ne pas changer la base de calcul des cotisations au Fonds;

ii) déclarer que le Fonds, visé par la règle 5101 de la Bourse, est un régime volontaire et non obligatoire;

iii) sinon, ordonner que le Courtier soit exempté de l'application de la règle 5101 jusqu'à ce que des règles de fonctionnement du Fonds plus équitables, qui tiennent compte des diverses espèces de risques qu'encourent les sociétés membres et

1 Me Paul Fortugno, c.r., M. Maurice Cusson, c.a., M. Roland Côté, f.c.a., M. Gérard M. Beaulieu, et M. Michel Le Rouzès, c.a. – Décision n° 90-C-0197, le 20 juillet 1990

qui pourraient entraîner leur insolvabilité, soient adoptées par la Bourse et approuvées par la Commission;

iv) ordonner à la Bourse de rembourser au Courtier la somme de 65 512 $ payée à ce jour sous protêt à titre de cotisation au Fonds.

Rappel de certains faits pertinents

Le 21 octobre 1988, M. Bruno Riverin, président de la Bourse de Montréal, a demandé au Courtier de payer une cotisation spéciale de 20 923 $ au Fonds, relative à l'affaire Osler Inc., avant le 15 novembre. À défaut de quoi, le dossier serait soumis au Comité des gouverneurs de la Bourse lors d'une réunion spéciale, avec la recommandation que le Courtier soit déclaré en défaut d'effectuer le paiement de cette cotisation, ce qui pourrait avoir pour effet de priver le Courtier de son statut de membre de la Bourse, conformément aux dispositions de la règle 4306.

La même lettre exigeait aussi que le Courtier paie, avant le 31 décembre 1988, un montant de 27 896 $ représentant l'arriéré dû relativement aux contributions annuelles au Fonds depuis 1984.

Le 11 novembre 1988, le Courtier a versé la somme de 48 000 $ sous protêt et réserve de ses droits. (Il a aussi versé des montants additionnels en 1989, sous les mêmes réserves.)

Une audience a été tenue tel que convenu, le 29 novembre 1988, devant le Comité des gouverneurs de la Bourse, M. Richard G.D. Lafferty, président du Courtier, ayant auparavant exprimé l'intention d'en appeler auprès de la Commission si la Bourse ne retenait pas ses arguments concernant les règles de calcul des cotisations au Fonds.

En fait, le désaccord de M. Lafferty au sujet des cotisations au Fonds, requises par la Bourse, remonte à 1983, comme en témoigne la volumineuse correspondance déposée.

Le 22 décembre 1988, à la suite de l'audience devant le Comité des gouverneurs de la Bourse, son président, M. Terence C.W. Reid, a soumis les propositions de M. Lafferty au président du Conseil des gouverneurs du Fonds afin d'obtenir l'avis de celui-ci quant à une solution possible dans le cadre de l'entente créant le Fonds, auquel participent les organismes d'autoréglementation.

La réponse du Fonds, adressée à la Bourse le 27 avril 1989, est très claire. Après avoir dûment considéré la demande, le Conseil des gouverneurs du Fonds a déterminé qu'il ne serait pas approprié de modifier la méthode de calcul des cotisations. Par ailleurs, il avise la Bourse comme suit:

> *"Annual assessments and reimbursement assessments by the NCF are to be collected pursuant to a Member Revenue Formula. The Agreement and Declaration of Trust authorizes the Board of Governors to establish the Member Revenue Formula and each SRO is obligated to collect its share of the assessments pursuant to the Member Revenue Formula currently in effect. The Montreal Exchange, acting on its own, is not able to change the Member Revenue Formula or the basis for calculating assessments due from member firms."*

Une copie de cette lettre fut transmise par la secrétaire générale de la Bourse au procureur du Courtier le 9 août, et la demande d'audience en révision fut déposée auprès de la Commission le 29 août 1989.

La compétence de la Commission

La Bourse a soulevé une objection préliminaire, à savoir que la présente affaire n'implique aucune «décision» rendue par la Bourse, susceptible de révision par la Commission en vertu de l'article 322 de la Loi, qui se lit comme suit:

> *« Une personne directement affectée par une décision rendue dans l'exercice d'un pouvoir délégué ou par un organisme d'autoréglementation peut en demander la révision par la Commission dans un délai de 30 jours. »*

La Bourse soutient qu'elle n'a pris aucune décision dans le présent dossier, autre que la décision implicite de continuer à respecter ses obligations contractuelles en vertu de l'entente qui régit le Fonds.

De plus, elle fait remarquer qu'en demandant à la Commission de «modifier les règles du jeu», les requérants lui demandent effectivement de modifier un contrat auquel il y a d'autres parties qui n'ont pas été mises en cause. De toute façon, on voudrait que la Commission intervienne dans un contrat régi par les lois de l'Ontario, non soumis à l'approbation spécifique de la Commission, et signé par des institutions participantes qui sont assujetties à la juridiction d'autres commissions de valeurs mobilières.

Intervenant sur cette question de compétence, le procureur de la Direction des affaires juridiques a essentiellement exprimé l'opinion qu'il n'y a pas eu de décision de la part de la Bourse de Montréal.

Pour leur part, les requérants demandent à la Commission de réviser la décision de la Bourse par laquelle cette dernière fait sienne la décision des gouverneurs du Fonds de ne pas changer la base de calcul des cotisations obligatoires au Fonds.

Durant l'audience, après avoir délibéré sur ce sujet, la Commission a conclu qu'elle a compétence en l'instance. Elle accepte entièrement le point de vue des requérants qu'il y a effectivement eu une décision rendue par la Bourse, qui peut affecter directement les requérants.

En effet, tel que mentionné dans la lettre du 21 octobre 1988 de M. Riverin à M. Lafferty, le Comité de direction de la Bourse avait décrété (le 18 octobre) que si le Courtier n'effectuait pas le paiement requis avant le 15 novembre, en vertu de la règle 5101, il recommanderait au Comité des gouverneurs de déclarer le membre en défaut. On ajoutait que, conformément aux dispositions de l'article 4306, le Courtier pourrait être suspendu (ce qui est automatique selon le paragraphe (b)) et son permis révoqué.

En vue d'éviter un dommage certain, même si le Courtier eût pu obtenir un sursis d'exécution de la suspension, il a choisi de faire le paiement sous protêt et réserve de ses droits. Le Courtier a eu l'occasion d'exposer ses arguments et ses suggestions lors de l'audience tenue par le Comité des gouverneurs de la Bourse le 29 novembre 1988, mais n'a reçu la réponse négative que le 9 août 1989. Même s'il ne s'agit pas d'une décision formelle, la Commission estime qu'il s'agissait de la conclusion définitive du processus décisionnel entamé.

De surcroît, la Commission est d'avis que le paiement des cotisations effectué sous protêt par le Courtier, compte tenu des règles de la Bourse et des autres circonstances, est en soi constitutif du droit des requérants à demander à la Commission en vertu de l'article 322 de la Loi, de réviser la décision de la Bourse dont ils contestent le bien-fondé en droit.

Les requérants ont soumis des arrêts concernant l'effet juridique d'un paiement sous protêt. La Commission est d'avis qu'il est possible de transposer en droit administratif les principes établis par cette jurisprudence de droit privé et de droit fiscal (*Bissonnette vs Corp. St-Joseph De Soulange* (1915) 21 R.L.n.s. 215, *Betty Brite of Canada Ltd v. Patrice Loranger Ltée* 252 *Amax Potash Ltd v. Saskatchewan* [1977] 2 RCS 576, *Air Canada c. Colombie-Britannique* [1989] 1 RCS 1161). Le paiement sous protêt qui est effectué sous la menace d'un procès ou de contraintes n'empêche pas celui qui l'a effectué de contester la validité d'un texte législatif ou réglementaire. La notion de contrainte est énoncée de la manière suivante par le juge LaForest dans l'arrêt *Air Canada c. Colombie-Britannique* (ci-haut mentionné), à la page 1210:

> *« Ce que semble exiger la règle relative à la contrainte est une situation où l'on ne peut en pratique rien faire d'autre que payer dans les circonstances ou, en d'autres termes, pour qu'un paiement soit considéré comme involontaire, la personne qui le reçoit doit avoir exercé en fait ou avoir menacé d'exercer un pouvoir qu'elle détient sur la personne ou les biens du contribuable, de sorte que ce dernier n'a d'autre recours immédiat que de payer. »*

Dans le présent dossier, le requérant n'avait d'autre choix que de payer pour éviter que son permis soit révoqué.

Les questions de fond

1. La question de l'« ultra vires »

La première question consiste à déterminer si la Bourse avait le pouvoir d'adopter la règle 5101 et partant d'obliger, comme condition d'admission et de maintien comme membre de la Bourse, de verser une cotisation relative au Fonds. Cette règle se lit comme suit:

« 5101 Fonds de prévoyance

> *Tous les membres de la Bourse seront liés par les termes de tout accord conclu par la Bourse avec d'autres bourses ou d'autres organismes oeuvrant dans le commerce des valeurs au Canada dans le but de protection de la Bourse et du public, dans les cas où des membres deviendraient insolvables ou seraient dans l'impossibilité de faire face à leurs obligations envers leurs clients. Aucun membre ne peut agir contrairement aux termes de tels accords ou exposer la Bourse à des obligations en vertu de ces accords. »*

Elle est complétée par l'ensemble de la réglementation de la Bourse, notamment par l'article 1101 des Règlements:

« 1101 Dispositions générales

> *La réglementation de la Bourse, telle qu'énoncée aux présentes, lie tous les membres, associés, actionnaires, administrateurs, dirigeants, employés, représentants et personnes approuvées des membres et tous les titulaires de permis. Elle s'applique sans aucune limite territoriale. » ;*

par l'article 3101 (c) des Règlements, où il est prévu que:

> *« Toute personne qui fait une demande d'approbation de la Bourse accepte de se soumettre à la réglementation de la Bourse. » ;*

par l'article 3103 (critères d'admission) des Règlements, qui énonce:

> *« Nul ne peut être admis comme membre à moins:*
>
> ...
>
> *c) de signer une déclaration, selon la forme prescrite par la Bourse, dans laquelle le postulant se soumet à la réglementation de la Bourse... » ;*

par l'article 3111 des Règlements:

« 3111 Cotisations, frais et charges

> *Chaque membre doit payer les cotisations, frais et charges, spéciaux ou généraux, fixés*

par le Comité des gouverneurs et exigibles et payables à la Bourse ou à la Chambre de compensation au moment et de la manière fixés par le Comité des gouverneurs. ...»;

et finalement par l'article 4306 des Règlements qui dispose que le défaut de paiement d'une cotisation peut entraîner la suspension d'un membre de la Bourse.

C'est en vertu de telles dispositions qu'un courtier membre est lié contractuellement à respecter la réglementation de la Bourse.

Les requérants prétendent que la Bourse de Montréal n'avait pas le pouvoir d'adopter la règle 5101 et qu'en conséquence elle ne peut obliger un membre à payer une cotisation relative au Fonds ni suspendre ce membre ou un de ses dirigeants pour défaut de paiement.

L'argumentation principale des requérants est fondée sur la capacité juridique de la Bourse, qui a été créée par une loi spéciale (S.Q. 1873-74, c. 54, et ses modifications) (la «loi constitutive»). Or, la règle édictée par les arrêts devenus classiques de la Chambre des Lords, *Ashbury Railway Carriage and Iron Co.* v. *Riche*, (1875), H.L. 653 et *Bonanza Creek Gold Mining Co.* v. *R.*, (1916), A.C. 566, est qu'une corporation créée par une loi n'a que la capacité et les pouvoirs conférés par cette loi, par opposition à une compagnie constituée en vertu de la prérogative royale, qui a la capacité d'une personne physique à moins de restrictions contenues à la charte. Dans l'arrêt *Bonanza* précité, le juge Haldane, s'exprimant au nom de la Cour, a abordé la question de l'*ultra vires* et a conclu ce qui suit (aux pages 583 et 584):

"In the case of a company created by charter the doctrine of ultra vires has no real application in the absence of statutory restriction added to what is written in the charter. Such a company has the capacity of a natural person to acquire powers and rights. If by the terms of the charter it is prohibited from doing so, a violation of this prohibition is an act not beyond its capacity, and is therefore not ultra vires, although such a violation may well give ground for proceedings by way of scire facias for the forfeiture of the charter. In the case of a company the legal existence of which is wholly derived from the words of a statute, the company does not possess the general capacity of a natural person and the doctrine of ultra vires applies."

Ainsi, les compagnies constituées par loi spéciale voient leur capacité restreinte aux seuls objets et pouvoirs qui leur sont expressément conférés par la loi qui les a créées ou par les autres lois de la législature s'appliquant à telles compagnies.

Les requérants ont analysé par le détail les articles de la loi constitutive de la Bourse concernant ses objets et ses pouvoirs.

Ainsi, selon l'article 2:

«Le but de ladite corporation sera ... de conclure des conventions visant à la création, au maintien et à la réglementation d'installations et d'arrangements se rapportant au commerce de telles valeurs, biens ou droits sur une base unifiée ou coopérative directement ou indirectement avec d'autres bourses, associations ou corporations, de lier ses membres et les autres personnes qui sont autorisées à transiger sur la bourse par lesdites conventions et ... de favoriser l'observation desdites dispositions et desdits besoins, suivant le cas, par des règlements établis conformément à la loi; ...»

Quant aux pouvoirs de la Bourse pertinents à l'affaire, les requérants soulignent qu'ils sont restreints par sa loi constitutive. Ainsi, l'article 1 attribue des pouvoirs généraux, *«...pourvu toutefois que ladite corporation n'ait et n'exerce aucun pouvoir corporatif quelconque, sauf ceux qui lui sont expressément conférés par le présent acte, ou qui lui sont nécessaires pour la bonne exécution dudit acte»*.

En vertu de l'article 2, la Bourse a le pouvoir d'adopter des règlements *«...et pour toutes les fins autorisées par le présent acte, et pour l'administration de ses affaires en général; pourvu toutefois que lesdits règlements ne soient pas contraires à la loi»*. Enfin, l'article 3 prévoit que les affaires de la Bourse seront conduites par le Bureau des gouverneurs, et dispose notamment: *«Lorsque permis par règlement, le Bureau des gouverneurs aura le pouvoir d'adopter, amender et révoquer les règles régissant les activités de la Bourse,... et les affaires et la conduite des membres de la Bourse ainsi que des autres personnes autorisées à y transiger, pourvu que ces règles ne viennent pas en contradiction avec les règlements...»*

De cette analyse, les requérants concluent que l'obligation imposée aux membres de la Bourse de contribuer au Fonds ne relève d'aucun objet ou pouvoir de la Bourse. Ils prétendent particulièrement que les ententes constituant le Fonds ne constituent pas une convention avec d'autres bourses, associations ou corporations visant à la création, au maintien et à la réglementation d'installations et d'arrangements se rapportant au commerce de valeurs mobilières, ce que l'article 2 autoriserait. Ils décrivent le Fonds comme un régime dont l'objet n'est pas le commerce de valeurs mobilières, mais plutôt la protection du public investisseur en cas d'insolvabilité ou d'impossibilité pour un membre d'une bourse participante de faire face à ses obligations.

À leur avis, l'objet du Fonds n'est pas de protéger le public de certains risques liés au commerce des

valeurs mobilières, mais bien de protéger le public des risques résultant de l'exploitation même de firmes de courtage, notamment de leur mauvaise gestion. Comme l'objet du Fonds n'est pas compris dans les buts établis par la loi constitutive de la Bourse, le pouvoir de réglementation de cette dernière pour l'administration de ses affaires en général ne saurait lui octroyer quelque autorité pour contraindre ses membres relativement au Fonds. De plus, le pouvoir conféré au Bureau des gouverneurs en vertu de l'article 3 de la loi constitutive d'établir des règles est essentiellement de nature administrative, plus restreint que les pouvoirs réglementaires, et doit toujours s'exercer dans les limites de la capacité de cette corporation. Les cotisations imposées par la Bourse doivent découler des pouvoirs conférés par sa loi constitutive.

La Bourse oppose à l'argumentation des requérants l'interprétation des articles 2 et 3 de sa charte à l'aide de l'histoire législative, et l'explication du rôle du Fonds et de sa relation avec la Bourse et ses membres, et des pouvoirs généraux de la Bourse.

Sur le premier point, le procureur de la Bourse expose que les requérants ont fait une interprétation erronée de l'article 2, qui établit le but et les pouvoirs de réglementation (voir l'extrait pertinent ci-dessus). Ils ont prétendu que la partie de l'article 2 qui se lit: *«de favoriser l'observation desdites dispositions et desdits besoins, suivant le cas, par des règlements établis conformément à la loi»*, réfère au passage précédent: *«de conclure des conventions visant à la création, au maintien et à la réglementation d'installations et d'arrangements se rapportant au commerce de telles valeurs, biens ou droits sur une base unifiée ou coopérative directement ou indirectement avec d'autres bourses, associations ou corporations»*. Or, ce dernier texte ne fut introduit par modification à la charte qu'en 1978. On envisageait alors la possibilité de participer à un marché électronique national, projet qui ne s'est pas concrétisé. On ne peut donc pas interpréter des mots adoptés par le législateur dès la constitution de la Bourse en 1874, et même repris lors des modifications de 1951 à la loi constitutive, par des dispositions ultérieures.

Le procureur de la Bourse a aussi expliqué que la version anglaise des mots contestés de l'article 2 est plus précise que la version française. Elle se lit: *"to promote the observance of such regulations and requirements as may be, by by-law established not contrary to law"*, où l'on voit qu'il s'agit bien de réglementation et d'exigences à être adoptées par la Bourse et qui devront être observées par les membres. La Commission constate que la traduction assez ancienne laisse à désirer, mais qu'une interprétation globale nous permet d'arriver à la même conclusion.

Quant à l'article 3 de la loi constitutive, celui-ci a été modifié par lettres patentes supplémentaires adoptées le 28 août 1973 afin d'y inclure la disposition précitée: *«Lorsque permis par règlement, le Bureau des gouverneurs aura le pouvoir d'adopter, amender et révoquer les règles régissant les activités de la Bourse et les affaires et la conduite des membres de la Bourse, pourvu que ces règles ne viennent pas en contradiction avec les règlements ...»* Effectivement, l'article 2101 des Règlements prévoit que: *«Le Comité des gouverneurs peut adopter, amender ou abroger les règles relatives aux opérations de la Bourse, aux affaires et à la conduite des membres, à leurs relations entre eux et avec la Bourse ...»*

La Bourse soutient que le Comité des gouverneurs a adopté la règle 5101 conformément aux pouvoirs conférés par sa loi constitutive, et notamment en vertu de la modification à l'article 3 ainsi que de l'article 2101 des Règlements.

Enfin, la Bourse fait valoir que sa participation au Fonds a trait au bon fonctionnement de la Bourse, et les exigences et avantages qui en découlent affectent à la fois la conduite des membres et les affaires de la Bourse en général.

Compétence de la Commission pour déclarer ultra vires un règlement de la Bourse de Montréal

– *Aspects généraux*

La Commission s'est interrogée à l'égard de sa compétence pour déclarer ultra vires un règlement de la Bourse de Montréal. Un tribunal administratif ne possède qu'une compétence d'attribution et ne peut en principe invalider un texte législatif ou réglementaire. La règle fondamentale en la matière fut clairement établi par le juge Fauteux de la Cour Suprême du Canada, dans l'arrêt *Séminaire de Chicoutimi c. Cité de Chicoutimi* [1973] R.C.S. 681. Ainsi, la Cour Supérieure est le tribunal compétent, et ce depuis sa création en 1849 (1860 S.R.B.C. c. C-78, art. 4) pour déclarer invalide un texte législatif ou réglementaire. Le pouvoir de la Cour Supérieure d'interpréter les lois est reconnu au plan constitutionnel par l'article 96 de la Loi constitutionnelle de 1867 (30 et 31 Victoria, c. 3). Toutefois, le juge Fauteux dans l'arrêt précité a ajouté que cette règle ne doit pas être interprétée comme empêchant un tribunal inférieur de se prononcer à l'égard de la constitutionnalité d'un texte qui influence directement sa compétence ratione materiae. À son point de vue:

> *«C'est que l'incompétence ratione materiae ayant été soulevée in limine litis et tout au cours du débat par la Cité, comme elle pouvait d'ailleurs l'être d'office par le tribunal selon que l'implique l'art. 164 C.P.C., je ne vois guère comment le tri-*

bunal pouvait, en l'espèce, comme il en avait le devoir, s'assurer de sa compétence ratione materiae et disposer ainsi de l'objection de la Cité, sans se prononcer sur la constitutionnalité de la loi qui lui confère cette compétence. Ces deux questions sont ici inextricablement liées puisque la compétence du tribunal est inéluctablement conditionnée par la constitutionnalité des dispositions législatives qui prétendent la lui conférer.»

Dans l'arrêt *Pigeon c. Commission de contrôle des permis d'alcool du Québec et autres* [1976] C.S. 21, le juge Gonthier, alors de la Cour Supérieure, est d'avis qu'un tribunal administratif doit pouvoir décider une question préliminaire de compétence afin de favoriser une bonne administration de la justice. La décision du tribunal administratif restant soumise au pouvoir de surveillance de la Cour Supérieure.

Le même raisonnement a été suivi dans l'arrêt *Johnson c. C.A.S.* [1980] C.A. 22. Le juge Lamer, alors de la Cour d'appel, s'exprimant en son propre nom et en celui des juges Mayrand et Lavoie, s'est dit d'avis que des personnes qui choisissent de saisir un tribunal administratif d'une question constitutionnelle ne peuvent par la suite le dessaisir par voie d'évocation. Le juge Lamer affirme, à la page 24:

«Nos tribunaux administratifs jouent un rôle fort important dans notre organisation sociale et comme tels méritent que nous les traitions d'une façon qui corresponde au prestige dont ils ont besoin pour s'acquitter de leur tâche. C'est pour ces raisons que je suis d'avis que nous ne devrions pas statuer sur la constitutionnalité de la Loi, que nous devrions retourner le dossier à la Commission pour qu'elle statue elle-même comme bon lui semble sur les questions qui lui ont été soumises. Selon les résultats, les prétentions des appelants seront peut-être agréées, au cas contraire, il leur sera offert les recours que de droit.»

La Commission est d'avis que si elle peut de manière préliminaire se prononcer sur la validité d'une loi ou d'un règlement, elle pourrait évidemment, même sans autorisation expresse, se prononcer sur la validité d'un règlement d'une société privée sous son autorité.

Cette conclusion qui se dégage de la jurisprudence est renforcée par le fait que le législateur a confié expressément à la Commission un pouvoir de contrôle à l'égard des organismes d'autoréglementation. L'article 177 de la Loi impose à ces organismes l'obligation d'obtenir une approbation préalable pour la modification de leur Règlement. En voici le texte:

«177. Tout projet de modification des documents constitutifs, du règlement interne ou des règles de fonctionnement d'un organisme reconnu est présenté à l'approbation de la Commission.»

En outre, la reconnaissance d'un organisme d'autoréglementation relève de la discrétion de la Commission (art. 174 de la Loi) et cette dernière peut suspendre l'application d'une disposition interne d'un organisme reconnu (art. 179 de la Loi) et même lui ordonner la conduite à tenir dans une situation particulière (art. 189 de la Loi). La Commission a discuté de son rôle et de sa compétence à l'égard de l'approbation ou des modifications des règlements de la Bourse, quoique dans un contexte différent, notamment dans deux affaires: Appel public à l'épargne par les courtiers, (Décision n° 6451, Bulletin hebdomadaire, Vol. XII, n° 32, le 11 août 1981) et Les conditions d'inscription d'actions ordinaires à la Bourse de Montréal, (Décision n° 5967, Bulletin hebdomadaire, Vol. X, n° 29, le 24 juillet 1979). Dans l'affaire intitulée Les conditions d'inscription d'actions ordinaires à la Bourse de Montréal, précitée, la Commission a clairement établi qu'elle doit examiner chaque demande en fonction de l'intérêt public. Voici ce que la Commission affirmait:

«Le rôle et les responsabilités de la Commission sont vastes et complexes. C'est le souci de l'intérêt public qui est l'objectif ultime de sa juridiction. Or, si la protection et l'information du public investisseur constituent les facettes les plus visibles à cause des mesures et des règles de surveillance et de contrôle continus, il ne faut jamais oublier l'ensemble du marché financier et des intermédiaires y inclus la Bourse, pour lesquels la réglementation de la Commission doit tendre à assurer un libre accès, une concurrence équitable, un développement sain et, dans l'ensemble, un marché efficient.»

La Commission est d'avis que cette interprétation est conforme à la jurisprudence des tribunaux de droit commun. Dans l'arrêt *Brosseau c. Alberta Securities Commission* rendu en mars 1989 et publiée à [1989] 1 R.C.S. 301, le juge L'Heureux Dubé de la Cour Suprême du Canada s'est penchée sur la question du rôle des commissions des valeurs mobilières au Canada. Voici ce qu'elle dit, à la page 314:

«D'une manière générale, on peut dire que les lois sur les valeurs mobilières visent à réglementer le marché et à protéger le public. Cette Cour a reconnu ce rôle dans l'arrêt Gregory & Co. v. Quebec Securities Commission, [1961] R.C.S. 584, dans lequel le juge Fauteux a fait remarquer à la p. 588:

[TRADUCTION] L'objet prépondérant de la loi est d'assurer que les personnes qui, dans la province, exercent le commerce des valeurs mobilières ou qui agissent comme conseillers en placement, sont honnêtes et de bonne réputation et, ainsi, de protéger le public, dans la province ou ailleurs, contre toute fraude

consécutive à certaines activités amorcées dans la province par des personnes qui y exercent ce commerce.

Ce rôle protecteur, qui est commun à toutes les commissions de valeurs mobilières, donne à ces organismes un caractère particulier qui doit être reconnu lorsqu'on examine la manière dont leurs fonctions sont exercées aux termes des lois qui leur sont applicables. »

– *Application à la présente affaire*

En l'espèce, le courtier et la Bourse de Montréal ont choisi de soumettre leur différend à la Commission pour éviter que le permis du courtier soit révoqué. Le paiement sous protêt ne doit pas changer la véritable nature du débat; est-ce que la Bourse de Montréal peut révoquer un courtier qui fait défaut de participer au Fonds de prévoyance? La question du caractère ultra vires est liée à cette question principale mais demeure tout de même subsidiaire. La Commission estime qu'elle a compétence pour trancher le présent débat.

De l'avis de la Commission, à la suite de son examen attentif de la loi constitutive de la Bourse et des arguments, dont les principaux éléments sont rapportés ci-dessus, la Bourse avait le pouvoir d'adopter la règle 5101.

Nous ne croyons pas qu'il soit nécessaire ou opportun de commenter chacun des points. D'une part, nous sommes convaincus que la Bourse possède tous les pouvoirs requis contestés en l'instance. D'autre part, l'argumentation des requérants est mal fondée et s'appuie notamment sur une interprétation trop étroite des mots.

Il nous apparaît évident que l'objet du Fonds est compris dans les buts de la Bourse, tels qu'énoncés dans sa loi constitutive. La Commission est d'avis qu'on doit interpréter largement l'article 2 de la Charte de la Bourse de Montréal afin d'éviter qu'on ne le dépouille de son utilité et que l'on trompe l'objet pour lequel il a été créé. L'interprétation d'un document aussi fondamental qu'une charte, particulièrement celle de la Bourse de Montréal, doit recevoir une interprétation qui tienne compte de l'évolution des marchés financiers.

La Commission ne peut accepter la prétention des requérants à l'effet que le Fonds national de prévoyance ne peut être qualifié de régime se rattachant au commerce des valeurs mobilières. Aujourd'hui on pourrait difficilement imaginer une Bourse de valeurs mobilières au Canada qui ne participe pas au Fonds de prévoyance.

Le Fonds national de prévoyance a été formé en vertu d'une entente datée du 1er mai 1969, intitulée *"Agreement and Declaration of Trust"*, entre la Bourse de Montréal, les bourses de Toronto et de Vancouver et l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières. L'entente fut modifiée à sept reprises et la Bourse d'Alberta y participe depuis 1980. Le Fonds est une fiducie régie par les lois de l'Ontario, et est géré par les fiduciaires et gouverneurs nommés par chacune des institutions participantes. Il a été constitué afin d'offrir de l'aide financière aux clients des membres des institutions participantes (qui sont aussi des organismes d'autoréglementation) advenant l'impossibilité pour un courtier membre de respecter ses obligations financières.

L'entente, telle que modifiée, prévoit des contributions financières assumées par les institutions participantes et des cotisations régulières ou spéciales que celles-ci doivent percevoir de leurs membres. En outre, elle prévoit la délégation et la répartition de certaines fonctions, notamment de l'inspection des courtiers, ainsi que des normes uniformisées de réglementation du capital des courtiers. L'ensemble des dispositions vise à assurer la protection du public investisseur en coordonnant les efforts de chaque institution participante. L'entente a pour effet d'améliorer l'efficacité de la Bourse dans l'administration de ses affaires en général et dans la surveillance et le contrôle des affaires et de la conduite de ses membres en particulier, principalement en ce qui concerne la situation financière des membres et leurs obligations à l'égard de leurs clients.

En adhérant à l'entente créant le Fonds, la Bourse a, selon nous, agi dans le cadre de sa loi constitutive et de sa capacité juridique, qui lui accorde en outre les pouvoirs nécessaires à la perception des cotisations requises. L'article 5101 des règles de la Bourse y trouve son fondement et comporte une obligation à l'égard de chacun de ses membres.

2. Le Fonds doit-il avoir été approuvé par la Commission?

Cette question comporte en réalité deux volets. Elle réfère essentiellement au titre VI de la Loi qui traite des organismes d'autoréglementation et à l'article 215 du Règlement qui traite de la participation des courtiers à un fonds de garantie.

2.1 Approbation de la règle 5101

Rappelons d'abord que le titre VI de la Loi, concernant les organismes d'autoréglementation est entré en vigueur en avril 1983. Comme l'a mentionné le procureur des requérants, c'est le 6 juin 1983 que la Commission a reconnu la Bourse à titre d'organisme d'autoréglementation, après avoir vérifié la conformité des documents constitutifs, du règlement interne et des règles de fonctionnement de l'organisme en vertu des articles 175 et 176 de la Loi. Or, la règle 5101 a fait partie de cette approbation générale. De plus, la Commission a spécifiquement approuvé

une modification ultérieure mineure le 28 février 1985.

2.2 Approbation du fonds en vertu de l'article 215 du Règlement

Lors de l'adoption de l'article 215 du Règlement en 1983, la Commission connaissait bien l'existence et le fonctionnement du Fonds, créé en 1969, et elle a alors proposé au Législateur de reconnaître cette obligation des courtiers et même de l'étendre à ceux qui ne sont pas membres d'un organisme d'autoréglementation. La participation indirecte au Fonds par un courtier membre d'un organisme d'autoréglementation reconnu ne cause donc aucun problème.

Le Fonds n'a pas de personnalité juridique: c'est l'actif d'une fiducie, établie par convention ou contrat entre la Bourse et d'autres organismes d'autoréglementation. C'est indirectement, en se fondant sur sa compétence à l'égard de l'organisme d'autoréglementation, que la Commission s'en préoccupe par souci de la protection des épargnants et du bon fonctionnement du marché. Les autorités en matière de valeurs mobilières des autres provinces procèdent de même et, collectivement, les autorités canadiennes exercent une surveillance sur les règles fondamentales.

La Commission a déjà eu l'occasion de se prononcer concernant l'interprétation de l'article 215 du Règlement, quoique dans un contexte différent, dans l'affaire *Valeurs mobilières Trustcap* (Décision n° 89-C-0100, le 23 mars 1989, Bulletin hebdomadaire, Vol. XX, n° 12, p. 1). Elle avait alors décidé qu'elle n'avait pas a approuver de fonds de garantie mais qu'il appartenait au directeur, dans l'exercice de son pouvoir délégué, de décider à chaque demande d'inscription à quel fonds un courtier devait participer. Toujours dans cette affaire, la Commission affirmait que:

> *« On doit donc se reporter au 1er alinéa de l'article 215 qui prévoit que tout courtier de plein exercice doit participer à un fonds de garantie approuvé par la Commission. Là encore, la Commission n'a pas approuvé de fonds de garantie. Sauf que le directeur a, à maintes reprises, accordé l'inscription à des courtiers de plein exercice qui participaient au fonds de garantie national. On peut en conclure que dans chacun des cas, le directeur a approuvé le fonds de garantie national comme un fonds de garantie satisfaisant pour les courtiers de plein exercice. » (p. 2 et 3)*

Il est utile de rappeler que le courtier Lafferty, Hardwood & Associés a obtenu son inscription, à titre de courtier de plein exercice, auprès de la Commission parce qu'il était membre de la Bourse de Montréal qui elle-même participe à un fonds de garantie jugé satisfaisant.

3. La modification des règles de fonctionnement du Fonds

Les requérants voudraient que la Commission révise le régime établi par le Fonds quant au mode de cotisation des courtiers membres des institutions participantes.

Au début des années 80, la cotisation annuelle était d'un montant uniforme de 5 000 $ par membre. Depuis 1986, la formule est basée sur un pourcentage des revenus bruts du membre (3/16 de 1 %), avec un minimum de 5 000 $. De plus, la modification apportée à l'entente en 1982 prévoit la possibilité de cotisations spéciales.

Ils font valoir que la formule adoptée est inéquitable, car elle ne tient pas compte des différences de risques financiers liés à la nature des activités de chaque courtier. En particulier, ils affirment présenter beaucoup moins de risques d'insolvabilité que d'autres courtiers du fait que: 1) le Courtier ne fait pas d'opérations pour son propre compte, 2) il n'effectue pas de prises fermes ni de placements pour compte, et 3) il évite les marchés où se négocient les valeurs spéculatives.

La Commission reconnaît le mérite de cet argument; la Bourse devrait faire en sorte qu'il soit dûment pris en considération en vue d'une modification éventuelle à l'entente.

En l'instance, la Commission constate que le Fonds est une création contractuelle entre diverses institutions participantes, dont la Bourse, par laquelle chaque institution s'est engagée à prélever une cotisation annuelle et une cotisation spéciale, le cas échéant, sur chacun de ses membres, selon une formule établie par les gouverneurs du Fonds. Par son représentant, la Bourse peut influencer les décisions des gouverneurs mais n'a pas un droit de veto. Elle doit respecter ses engagements contractuels ou se retirer du Fonds.

La Bourse doit donc respecter ses engagements et continuer à participer au Fonds en vue de protéger les clients de ses membres.

La Commission considère aussi qu'il n'y a pas lieu de dispenser les requérants de l'application de la règle 5101 de la Bourse.

La décision

En conséquence, la Commission rejette la requête présentée par le courtier Lafferty, Harwood & Associés Ltée et maintient la décision de la Bourse de Montréal au sujet de la contribution requise du courtier à l'égard du Fonds national de prévoyance.

Annexe IV

Statistiques sur l'activité des services de la Commission

1. Direction de l'information

Tableau I
Service de l'appel public à l'épargne

	mars 1991	mars 1990
Demandes de visas de prospectus	2 059*	1 808*
Modifications de prospectus	316	124
Demandes de dispenses de prospectus	699**	1 375
Offres publiques	86	236
Autres travaux	553	525

* Ces chiffres comprennent les prospectus des caisses populaires et d'économie Desjardins pour le placement de parts permanentes: 1 197 au cours de l'exercice et 1 224 au cours de l'exercice antérieur.

** Ce nombre ne comprend pas les placements faits sous le régime des dispenses prévues aux articles 43 ou 51 de la Loi.

Tableau II
Service de l'information continue

	mars 1991	mars 1990
Émetteurs assujettis	3 721	3 732
Rapports annuels	2 830	1 478
États financiers annuels	3 166	1 880
États financiers trimestriels	5 637	4 633
Circulaires de sollicitation de procurations	1 049	1 147
Dispenses des obligations d'information périodique	144	171
Déclarations d'initiés	18 917	19 927
Divers		
• Nouveaux émetteurs	190	1 450
• Faits importants	25 000	24 000
• Interdictions	83	41
• Renseignements	3 200	3 000
• Autres	272	193

2. Direction de l'encadrement du marché

Tableau III

Dirigeants agréés par la Commission

Catégories	mars 1991	mars 1990	Agréments	Cessations de fonctions
Courtiers en valeurs				
• de plein exercice	3 276	2 847	702	273
• d'exercice restreint				
exécutants	47	31	27	11
spécialisés en épargne collective	315	324	68	77
spécialisés en contrats d'investissement	78	87	1	10
spécialisés en épargne collective et en contrats d'investissement	44	63	15	34
spécialisés en plans de bourses d'études	34	34	7	7
autres	193	189	25	21
	3 987	3 575	845	433
Conseillers en valeurs				
• de plein exercice	574	510	124	60
• d'exercice restreint	30	25	11	6
	604	535	135	66
Total	4 591	4 110	980	499

Tableau IV

Représentants inscrits auprès de la Commission*

Catégories	mars 1991	mars 1990	Inscriptions	Radiations
Courtiers en valeurs				
• de plein exercice	3 147	3 403	288	304
• d'exercice restreint				
exécutants	149	58	95	10
spécialisés en épargne collective	2 865	2 784	437	485
spécialisés en contrats d'investissement	83	126	10	47
spécialisés en épargne collective et en contrats d'investissement	192	298	54	160
spécialisés en plans de bourses d'études	275	237	237	114
émetteurs-placeurs	79	63	25	5
parts permanentes	1 725	1 776	190	29
autres	153	162	18	26
	8 668	8 907	1 354	1 180
Conseillers en valeurs				
• de plein exercice	320	282	52	22
• d'exercice restreint	21	18	3	3
	341	300	55	25
Total	9 009	9 207	1 409	1 205

* Ces données sont établies en fonction de la catégorie d'inscription du courtier ou du conseiller et ne tiennent pas compte des représentants dont les droits sont suspendus.

3. Direction des affaires juridiques

Tableau V

	mars 1991	mars 1990
Enquêtes		
dossiers ouverts	125	150
dossiers fermés	110	100
Vérifications		
d'ordre général[1]	140	195
sur l'information privilégiée[2]	75	71
Audiences		
devant la Commission	20	16
devant les directeurs	28[3]	85
Décisions de blocage et renouvellements	39	37
Procès		
matière pénale		
• dénonciations	37	46
• chefs d'accusation	168	150
• jugements	22	49
matière civile	10	26
appels	2	5
Consultations écrites	90	–[4]
Consultations verbales		
demandes internes	293	–[4]
demandes externes	296	–[4]

1 Les vérifications d'ordre général sont effectuées par suite d'une plainte ou d'une demande d'information.

2 Une analyse des opérations est faite de façon systématique lorsque les titres d'un émetteur assujetti au Québec font l'objet d'une offre publique ou lorsqu'un émetteur québécois annonce par voie de communiqué de presse une nouvelle importante pouvant influencer le cours de ses titres.

3 Le nombre d'audiences tenues devant les directeurs a connu une diminution marquée au cours du dernier exercice, ce qui s'explique pour une bonne part par la diminution des interdictions d'opérations, qui sont passées de 68, dans l'exercice antérieur, à 16, dans le dernier exercice.

4 Par suite d'une restructuration des statistiques, il est impossible de fournir les chiffres comparatifs pour l'exercice antérieur.

4. Service des communications

Tableau VI

Demandes de renseignements	mars 1991	mars 1990
Demandes téléphoniques	9 018	10 350
Demandes écrites	189	181
Demandes de publication	837	1 662
Demandes à l'occasion de salons et d'expositions	11 949	10 107

5. Décisions de la Commission

	mars 1991	mars 1990
Nombre de décisions	338	423

Annexe V

Ressources de la Commission

1. Dépenses de l'exercice

	mars 1991 (chiffres non vérifiés)	**mars 1990**
Traitements et autres rémunérations	5 511 000 $	4 932 928 $
Transport et communications	394 000 $	332 295 $
Services professionnels et administratifs	365 000 $	360 365 $
Entretien et réparations	39 000 $	50 321 $
Loyers	1 154 000 $	1 035 321 $
Fournitures et approvisionnements	123 000 $	118 444 $
Matériel et équipement	105 000 $	248 085 $
Subventions et contribution	174 000 $	10 000 $
Autres	2 800 $	6 954 $
Total	7 867 800 $	7 094 713 $

2. Revenus de l'exercice

	mars 1991 (chiffres non vérifiés)	**mars 1990**
Inscription – courtiers, conseillers et représentants	2 778 000 $	2 451 090 $
Placements et offres publiques	2 258 000 $	2 642 304 $
Information périodique	599 000 $	615 160 $
Divers	15 000 $	20 561 $
Total	5 650 000 $	5 729 115 $

3. Ressources humaines

	mars 1991	**mars 1990**
Postes permanents autorisés	114	106
Postes à combler au 31 mars	8	3
Postes occupés au 31 mars	106	103
hors cadres	4	3
cadres	12	13
professionnels	48	48
fonctionnaires	42	39
Employés occasionnels	24	20
Stagiaires en milieu de travail	2	2
Autres stagiaires	6	2

Imprimé sur papier
contenant 50 % de fibres recyclées
dont 5 % désencrées

ISBN 2-551-14670-4

9 782551 146703 90000

Imprimé au Québec, Canada

Commission
des valeurs mobilières
du Québec

4,00 $